



LAUREA

AMMATTIKORKEAKOULU

Yhdessä enemmän

Suomalainen eläkejärjestelmä ja eläkevarojen sijoittaminen

Kenraali, Kirsi

2016 Hyvinkää



Laurea-ammattikorkeakoulu
Hyvinkää

Suomalainen eläkejärjestelmä ja eläkevarojen sijoittaminen

Kirsi Kenraali
Yrittäjyyden ja liiketoimintaosaami-
sen koulutusohjelma (YAMK)
Opinnäytetyö
Huhtikuu, 2016

Laurea-ammattikorkeakoulu

Tiivistelmä

Hyvinkää

Yrittäjyyden ja liiketoimintaosaamisen koulutusohjelma (YAMK)

Uudistuva oikeudellinen sääntely

Kirsi Kenraali

Suomalainen eläkejärjestelmä ja eläkevarojen sijoittaminen

Vuosi	2016	Sivumäärä	105
-------	------	-----------	-----

Tässä opinnäytetyössä on tavoitteena lainopillisen tutkielman muodossa antaa kattava selvitys suomalaisesta eläkejärjestelmästä ja sen kehittymisestä historian kautta nykypäivään sekä selvittää eläkevarojen rahastoinnin ja niihin kertyneiden eläkevarojen sijoittamiskäytänteiden taustat ja sijoittamisen eri muodot.

Opinnäytetyössä on tarkoitus lisäksi muutamien esimerkkien kautta esittää kiinteistöpääomarahaston rakennetta ja toimintaa sekä esittää mitä kiinteistöpääomarahaston sijoittajaraportointi voi sisältää ja mitä avainlukuja sijoittajille esitetään sekä millainen voi olla hyvä kiinteistösijoituskohde.

Opinnäytetyö muodostuu kuudesta pääluvusta. Ensimmäisissä luvuissa selvitetään suomalaisen eläkejärjestelmän, suomalaisten eläkevarojen sekä sijoittamisen asiayhteyksiä toisiinsa suomalaisen yhteiskunnan kehittymisen myötä. Tämän jälkeen kuvataan suljetun kiinteistöpääomarahaston rakennetta, toimintaa ja voitonjakoa. Lisäksi kuvataan sijoittajaraportointia ja olennaisia avainlukuja sijoittajille ja pohditaan opinnäytetyön pääkysymyksen kautta peilaen sitä, millainen kiinteistö on sijoittajille hyvin tuottava sijoituskohde. Lopussa pohditaan suomalaisen eläkejärjestelmän ja eläkevarojen sijoittamisen tulevaisuutta nykyisessä globaalissa maailmassa.

Opinnäytetyössä kunkin pääluvun ympärille on kehittynyt teoreettinen viitekehys opinnäytetyön teon yhteydessä perehdyttyjen ja käsiteltyjen lakien, lainvalmisteluasiakirjojen ja alan kirjallisuuden kautta sekä opinnäytetyön tekijän omakohtaisesta työkokemuksesta.

Asiasanat: eläkejärjestelmä, eläkevarat, sijoittaminen, kiinteistöpääomarahasto, tulevaisuus

Laurea University of Applied Sciences

Abstract

Hyvinkää

Master's Degree Programme in Entrepreneurship and Business

Renewable legal regulation

Kirsi Kenraali

Finnish pension system and pension assets investment

Year	2016	Pages	105
------	------	-------	-----

This scholarly thesis is a legal study. The target of the study is to give an account of the Finnish pension system and its development from history to this day and to clarify the backgrounds and different investment forms of Finnish pension funds collection. One of the targets of the thesis is a purpose to present the structure and operating model of a real estate Property Fund through some example cases and also to indicate what the investor reporting may include, what are the key figures in most of the investor reports are and what kind of a real estate might be a good investment.

The thesis is divided into six main chapters. The first chapters deal with the Finnish pension system, Finnish pension funds and investment in context of each other in Finnish society through times. After that there is a description of the structure of the closed real estate Property Fund, administration and fund distribution. There are also the case studies of investor reporting and the essential key figures to the investors. These themes are thought over through the main questions of the thesis, the main question being that what kind of a real estate would be profitable enough for the investors. At the end there is an overview of the future scenarios of the Finnish pension system and the pension money investing in the modern global world.

The theoretical context of the thesis consists of the main chapters which are formed by written laws and law preparation documents, relevant literature and by the author's personal working experience.

Keywords: pension system, pension funds, investing, real estate Property Fund, future

Laki- ja lyhenneluettelo (lyhenne puuttuu)

HE	Hallituksen esitys eduskunnalle
KM	Komitean mietintö
LA	Lakialoite
vp	valtiopäivät
AML	Arvopaperimarkkinalaki
AOYL	Asunto-osakeyhtiölaki
AKL	Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä
EläkeSL	Eläkesäätiölaki
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta
KieL	Evangelis-luterilaisen kirkon eläkelaki
FivaL	Laki Finanssivalvonnasta
KEL	Kansaneläkelaki
KRL	Kiinteistörahastolaki
	Laki Kansaneläkelaitoksesta (kumottu)
KML	Kiinteistönmuodostuslaki
KVTL	Kunnallisten viranhaltijain ja työntekijäin eläkelaki (kumottu)
	Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuv-
	lan kattamisesta
	Kunnallisen eläkelain voimaannpanolaki
KuEL	Kunnallinen eläkelaki
	Laki eläketurvakeskuksesta
	Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitus-
	ten hajauttamisesta
LEL	Lyhytaikaisissa työsuhteissa olevien työntekijöiden eläkelaki
MEL	Merimiesten eläkelaki
MK	Maakaari
MYEL	Maatalousyrittäjän eläkelaki
OYL	Osakeyhtiölaki
SRL	Sijoitusrahastolaki
	Laki lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavien eläkelai-
	tosten vanhuuseläkkeiden rahastointia ja toimintapääomaa kos-
	kevien säännösten väliaikaisesta muuttamisesta
TVYL	Laki työeläkevakuutusyhtiöistä
	Laki työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta
	Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista
VaEL	Valtion eläkelaki
	Laki valtion eläkerahastosta

	Vakuutuskassalaki
VakSopL	Vakuutussopimuslaki
VaYL	Vakuutusyhtiölaki
TVL	Tuloverolaki
TyEL	Työntekijän eläkelaki
	Työntekijän eläkelain muuttamisesta annetun lain voimaannolaki
YEL	Yrittäjän eläkelaki

Pääkäsitteet:

Osittainen rahastoiva eläkejärjestelmä	n. 2/3 osaa vuosittain perityistä eläkevaroista jaetaan takaisin maksettavina eläkkeinä, n. 1/3 osa rahastoidaan vuosittain etukäteen.
Yhteisvastuu	Eläkelaitokset vastaavat lakisääteisistä eläkekustannuksista yhteisvastuullisesti.
Tasauseläke	Em. yhteisvastuullinen osa kustannetaan eläkevakuutusmaksuun sisältyvällä maksun tasausosalla, joka on noin 75 % eläkevakuutusmaksusta.
Tasausjärjestelmä	Eläkekustannusten tasaaminen vuosittain eri eläkelaitosten välillä. Se eläkelaitos, joka kustantaa työntekijän koko työeläkkeen, jossa työntekijällä on ollut vakuutettuna eniten työansioita viimeiset 2 kalenterivuotta (viimeisen laitoksen periaate) harvoin kustantaa omaa osuuttaan maksussa olevista eläkkeistä.
Vastuuvetka	Muodostuu rahastoidusta osuudesta, sekä tasauseläkkeestä muodostuvasta tasausvastuusta, joka toimii samalla puskurirahastona tasausjärjestelmälle.
Eläkelaitosten keskimääräinen vakavaraisuustilanne	Tuotto, joka saadaan rahastokoron - (diskonttokorko, 3 %) ylittävältä osalta, käytetään varsinaisen vakuutusteknisen vastuun vahvistamiseen. Rahastot kasvavat enemmän hyvässä vakavaraisuustilanteessa. Jos keskimääräinen vakavaraisuus jää alle, rahasto ei täydenny lainkaan. Vakavaraisuustilanteesta riippuu se, kuinka nopeasti rahastokoron ylittävät sijoitustuotot siirtyvät vanhuuseläkkeiden rahastoituihin osiin. Edellä mainittua tekniikka kutsutaan täydennyskerrointekniikaksi.
Avoin sijoitusrahasto	Varat on hankittu yleisöltä ja sijoitettu yhteisesti sijoittamalla muun muassa kiinteistöihin tai kiinteistöarvopapereihin kuuluen sijoitusrahastolainsäädännön piiriin.
Suljetuttu sijoitusrahasto	Sijoitusmäärä on kiinteä ja sijoituksella on määräaika, katsotaan kuuluvan laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä lainsäädännön piiriin.
Suora kiinteistösijoittaminen	Maapohjan ja sillä olevan rakennuksen omistamista sekä asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden osakkeiden omistamista, jotka omistavat maapohjan ja sillä olevan rakennuksen tai rakennukset.
Epäsuora kiinteistösijoittaminen	Sijoittamista kiinteistösijoitusrahastoihin tai -yhtiöihin.
Epäsuora, suljettu kiinteistöpääomarahasto	Rahasto, joka sijoittaa strategiassaan tarkemmin määriteltyihin kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin, esimerkiksi kauppakeskus- tai vähittäistavarakauppa-, tehdas-, teollisuus-, tuotanto- tai toimistorakennukset.
Äänetön yhtiömies	Rahastossa osakkaat (sijoittajat).

Vastuunalainen yhtiömies	Rahastossa hallinnointiyhtiö (Oy), joka tekee päätökset.
Varainhallinnanhoitajayhtiö	Asset Management -yritys, joka hoitaa Rahastoa ja sen omaisuutta sovitun mukaisesti.
Due dilligence	Rahastossa sijoituskohteen (kiinteistön) tarkempi tarkastus, joka voi sisältää teknisen, kaupallinen sekä juridisen tarkastuksen.
Term sheet	Esi- tai aiesopimus.
Triple net lease	Vuokrasopimuksen mukaan vuokralainen voi vastata kaikista kiinteistöön kohdistuvista kuluista.
Douple net lease	Vuokrasopimuksen mukaan vuokralainen vastaa vuokran lisäksi erillislaskutuksella muita kiinteistöön kohdistuvia kuluja, esimerkiksi vakuutuksesta ja kiinteistöverosta syntyvät kulut.
Sale and lease back	Kiinteistön omistaja myy omistamansa tilan kauppakirjalla Rahastolle ja vuokraa saman tilan takaisin pitkäaikaisella, esimerkiksi triple net tai double net lease sopimusehdoilla.
Johdannaiset	Rahoitusinstrumentteja (rahoitusinstrumentteja), joiden arvo perustuu jonkun toisen rahoitusinstrumentin alla olevan rahoitusinstrumentin arvoon.
LTV	Loan to value (jaetaan lainojen määrät vakuuksien arvoilla).
Kovenantit	Lainan erityisehdot.
Trade sale	Myminen kolmannelle osapuolelle.
Palkkakerroin/ <i>Palkkatasoindeksi</i>	Karttuvaa eläkettä laskettaessa kunkin vuoden ansiot tarkistetaan palkkakertoimella, jossa palkkatason muutoksen painokerroin on 0,8 % ja hintatason muutoksen painokerroin 0,2 %.
Työeläkeindeksi	Maksussa olevien työeläkkeiden tarkistus työeläkeindeksillä, jossa hintatason painokerroin on 0,8 % ja palkkatason painokerroin 0,2 %.
EMU-puskurit	Kaksi työnantajilta ja työntekijöiltä hyvän taloussuhdanteen aikana työeläke- ja työttömyysvakuutusmaksujen yhteydessä useamman vuoden aikana kerättyä puskurirahastoa, joiden on katsottu riittävän normaaleissa suhdannevaihteluissa ja talouden häiriötiloissa, joihin ei enää voida vastata omilla rahapoliittisilla toimilla. Lisäksi EMU-puskureilla on tarkoitus säädellä yksityisalojen työeläkemaksujen määrää huonossa taloustilanteessa.
Vastuullinen sijoitustoiminta	Sijoittaminen, joka huomioi ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun ja hyvän hallintotavan.

Sisällys

1	Johdanto.....	11
2	Suomalainen eläkejärjestelmä	11
2.1	Eläkkeiden historiaa	13
2.1.1	Maanomistajilla syytinkioikeus.....	13
2.1.2	Köyhille apua seurakunnalta ja ruotujakolaitosjärjestelmän kautta....	14
2.1.3	Virkamiessäädylle palkka ja eläkeikä.....	15
2.1.4	Ammattikunnilla ja työntekijöillä avustuskassat	17
2.2	Kansaneläke	18
2.2.1	Rahoitusjärjestelmän muodostuminen	19
2.3	Työeläke	21
2.3.1	Vapaaehtoinen lisäturva	25
2.4	Vakuutusyhtiöt, eläkesäätiö, eläkekassa, Keva.....	26
2.4.1	Eläkelaitosten yhteisvastuu, tasausjärjestelmä ja vastuuvetäjä.....	28
2.4.2	Julkisen alan eläkevastuut.....	29
3	Eläkevarojen rahastointi ja sijoittaminen	30
3.1	Sijoitusuudistus	32
3.2	Eläkevarojen sijoittamisen sääntelyt.....	34
3.2.1	Vakavaraisuussääntely.....	36
3.2.2	Riskiluokat	38
3.2.3	Sijoitusten hajauttaminen	40
3.3	Sijoittamisen eri muodot	43
3.3.1	Osakesijoittaminen.....	45
3.3.2	Korkosijoitukset; joukkovelkakirjalainat.....	46
3.3.3	Kiinteistösijoitukset.....	47
3.3.4	Johdannaissojaimusten merkitys sijoitustoiminnassa.....	50
3.3.5	Sijoittaminen ulkomailla	52
4	Rahaston rakenne, toiminta ja tuottoarvot	54
4.1	Rahaston toiminta toimikauden aikana	57
4.1.1	Rahaston sijoitusprosessi.....	61
4.1.2	Rahaston tuottoarvot ja voitonjako	65
4.2	Rahaston tuotto-oletukset ja hyvä sijoituskohde.....	68
4.2.1	Millainen sijoitus tuottaa hyvin?	70
4.2.2	Miten sijoituksen tulee tuottaa sijoitukseen nähden?	71
4.2.3	Mitkä ovat sijoittamisen riskit	72
5	Eläkejärjestelmän ja -varojen sijoittamisen tulevaisuus	72
5.1	Kansalaisaloite työeläkeindeksin palauttamiseksi palkkatasoindexiksi.....	75
5.2	Miltä eläkevarojen sijoittamisen tulevaisuus näyttää?	76

5.2.1	Emu-puskurit	77
5.2.2	Vastuullinen sijoittaminen.....	79
5.2.3	Kiinteistösijoittamisen näkymät	81
6	Johtopäätökset ja yhteenveto	82
	Lähteet	84
	Liitteet.....	99

1 Johdanto

Tässä opinnäytetyössä tavoitteena on lainopillisen tutkielman muodossa antaa kattava selvitys suomalaisesta eläkejärjestelmästä ja sen kehittymisestä historian kautta nykypäivään. Lisäksi tavoitteena on selvittää eläkevarojen rahastoinnin ja niihin kertyneiden eläkevarojen sijoittamiskäytänteiden taustat ja sijoittamisen eri muodot. Opinnäytetyössä esitetään muutamien esimerkein kiinteistöpääomarahaston rakennetta ja toimintaa sekä mitä kiinteistöpääomarahaston sijoittajaraportointi voi sisältää ja mitä avainlukuja sijoittajille esitetään. Lisäksi pohditaan millainen voi olla hyvä kiinteistösijoituskohde.

Opinnäytetyö muodostuu kuudesta pääluvusta. Ensimmäisissä osissa selvitetään suomalaisen eläkejärjestelmän, suomalaisten eläkevarojen sekä sijoittamisen asiayhteyksiä toisiinsa suomalaisen yhteiskunnan kehittymisen myötä. Tämän jälkeen kuvataan suljetun kiinteistöpääomarahaston rakennetta, toimintaa ja voitonjakoa. Lisäksi kuvataan sijoittajaraportointia ja olennaisia avainlukuja sijoittajille ja pohditaan opinnäytetyön pääkysymyksien kautta peila-ten sitä, millainen kiinteistö on sijoittajille hyvin tuottava sijoituskohde. Lopussa pohditaan Suomalaisen eläkejärjestelmän ja varojen sijoittamisen tulevaisuutta globaalissa maailmassa.

Tutkielman pääkysymykset ovat:

- 1) Millainen sijoitus tuottaa hyvin?
- 2) Miten sijoituksen tulee tuottaa sijoitukseen nähden?
- 3) Mitkä ovat sijoittamisen riskit?
- 4) Miltä eläkejärjestelmän ja varojen sijoittamisen tulevaisuus näyttää?

Opinnäytetyössä on perehdytty aihetta käsitteleviin lakeihin, lainvalmisteluasiakirjoihin ja alan kirjallisuuteen. Eläkejärjestelmän historia- ja taustatietoja selvitetessä on lähdekirjallisuuden osalta osittain käytetty lähteinä kirjalähteitä, joissa on viitattu vanhoihin alkuperäislähteisiin. Alkuperäislähteitä on käytetty, kun niitä on ollut saatavilla yleisistä kirjastoista, kuten pääkirjastot tai Eduskunnan kirjasto. Tietopohjana Rahaston toiminnan, sijoitusprosessin ja tuottoarvojen laskelmien osalta toimii alan kirjallisuuden lisäksi opinnäytetyön tekijän omakohtainen työkokemus. Edellä mainittujen eri lähteiden avulla työn ympärille rakentuu teoreettinen viitekehys.

2 Suomalainen eläkejärjestelmä

Suomalaisen eläkejärjestelmän lakisääteinen perusta luotiin 1930-luvulla, kun ensimmäinen kansaneläkelaki säädettiin. 1960-luvulla eläkejärjestelmä laajeni ja tarkentui, kun yksityisalojen työntekijöitä koskeva eläkelaki, kunnallisten viranhaltijoiden eläkkeitä yhtenäistävä laki,

valtion ja kirkon eläkelait sekä vielä maataloustuottajien ja yrittäjien omat työeläkelat saatiin säädettyä. 2000-luvulla tehtyjen lakiuudistusten myötä vanhuuseläkkeen säännökset yhtenäistyivät niin yksityisen kuin julkisen sektorin sekä yrittäjien osalta. Nykyisen eläkejärjestelmän taustat kumpuavat kuitenkin kaukaa historiasta ja siksi tämänkin päivän eläkejärjestelmän suurimmat tavoitteet pohjautuvat edelleen toisaalta sosiaalisiin, vanhuusköyhyyden lieventämiseen, toisaalta kansalaisten kulutusta tasaavan toiminnan turvaamiseen koko heidän elinkaarensa aikana¹. Lakisääteisellä eläkejärjestelmällä tuotetaan turva pitkään elämisen, työkyvyn menettämisen ja perheen elättäjän kuoleman muodostamien riskien varalta².

Suomalainen eläkejärjestelmä koskee lähes kaikkia 18-68-vuotiaita Suomessa ansiotyössä tai yrittäjätoiminnan piirissä olevaa tai ollutta henkilöä³. Järjestelmän piiriin kuuluu noin 3,6 miljoonaa henkilöä⁴. Näistä Eläketurvakeskuksen tilastoraportin mukaan vuonna 2014 eläkkeensaajia oli noin 1,5 miljoonaa⁵. Eläketurvaa rahoitetaan työeläkemaksuilla, joita kerättiin vuonna 2014 yhteensä 24,5 miljardia euroa. Työnantajien osuus tästä oli 14,6 miljardia euroa ja työntekijöiden 4,5 miljardia euroa. Lisäksi kustannuksiin osallistuivat valtio (MEL, YEL, MYEL, VaEL) 3,3 miljardilla eurolla, yrittäjät ja maatalousyrittäjät, yhteensä 1,2 miljardi eurolla sekä työttömyysvakuutusrahasto 0,8 miljardilla eurolla. Kerätyistä työeläkemaksuista rahastoitui 2,5 miljardia euroa.⁶ Rahastoitu osuus muodostuu siitä vanhuuseläkkeen osasta, joka ansaitaan ikävuosien 18-54 välisenä aikana, sen jälkeen rahastoiminen loppuu ja loppu-aika, ennen eläkeiän alkua, kustannetaan tasausmaksulla. Rahastoitu osuus on 0,5 % palkasta ja tämä vastaa kolmannelle kertyvän eläkkeen määrästä⁷.

Eläkkeitä maksettiin vuonna 2014 yhteensä noin 28,1 miljardia euroa, joista noin 27,5 miljardia euroa oli lakisääteisiä eläkkeitä. Tästä työeläkkeiden osuus oli 24,4 miljardia euroa ja kansaneläkkeen osuus oli 2,6 miljardia euroa (sekä muita noin 0,5 miljardia euroa). Lisäksi 0,6 miljardia euroa maksettiin vapaaehtoisina eläkkeinä.⁸ Työeläkkeiden maksetut eläkkeet sisälsivät samana vuonna kerättyjä eläkevaroja yhteensä 21,5 miljardia euroa ja aiemmin rahastoituja eläkevaroja käytettiin 2,9 miljardia euroa.⁹ Vuoden 2013 aikana siirryttiin yksityisen sektorin osalta vaiheeseen, jossa eläkerahojen kertymisestä vastaa sijoitustoiminnan tuottojen kehitys. Vuonna 2014 maksetut eläkkeet ovat siten suurempia kuin työeläkemaksut ja erotus rahoitetaan sijoitusten tuotoista.¹⁰ Näin tuleviin eläkkeisiin rahastoitui vuonna 2014 0,4

¹ Tenhunen 2013, 49.

² Tuomikoski 2013, 151.

³ Eläketurvakeskus. Suomen työeläkkeensaajat 2014, 17.

⁴ Tenhunen - Vaittinen 2013, 10.

⁵ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 11.

⁶ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 32.

⁷ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 102.

⁸ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 9.

⁹ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 32.

¹⁰ Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa 1.

miljardia euroa vähemmän varoja kuin mitä käytettiin aiemmin rahastoiduista varoista eläkkeiden maksamiseen¹¹. Vielä vuonna 2013 rahastoitujen ja rahastoista käytettyjen varojen määrä oli sama, 2,8 miljardia euroa¹².

Maksetut lakisääteiset eläkkeet vastasivat noin 13,5 %, kun eläkemenoja verrattiin suhteessa bruttokansantuotteeseen (204 miljardia euroa vuonna 2014¹³)¹⁴. Eläkemenot ovat merkittävä osa sosiaalimenoista Suomessa (noin 42 % vuonna 2014, kun sosiaalimenot olivat yhteensä arviona noin 66,1 miljardia euroa¹⁵)¹⁶. Rahastoidut eläkevarat tuovat sijoitustuottoja, joilla katetaan osa eläkemenoista ja saadaan estettyä vakuutusmaksujen nousua¹⁷. Mitä enemmän saadaan sijoitustuottoja, sitä enemmän saadaan työeläkevakuutusmaksuihin alennuksia hyvityksen muodossa¹⁸.

2.1 Eläkkeiden historiaa

Ennen, se joka syystä tai toisesta ei enää kyennyt ansaitsemaan elantoaan itselle tai perheelleen, joutui turvautumaan toisten apuun. Apu tuli yleensä läheltä. Auttajiksi joutuivat lähimmäiset, lähinnä niistä työkuntoiset jäsenet. Myös lapsilla oli velvollisuus auttaa vanhempiaan.¹⁹ Jo 1350-luvulta²⁰, silloisen Ruotsi-Suomen maakunta-, maa- ja kaupunkilakien säännöksistä käy ilmi, että sukulaisilla oli elatusvelvollisuus lähimmäistään kohtaan²¹. Säännösten mukaan perillisillä oli velvollisuus elättää vanhempansa, jotka vanhuuden tai sairauden vuoksi eivät enää kyenneet itse hoitamaan omaa omaisuuttaan, tai jos heillä ei ollut omaisuutta lainkaan. Jos tämän velvollisuuden jätti hoitamatta, seurasi siitä sanktio, sakko.²²

2.1.1 Maanomistajilla syytinkioikeus

Syytinkijärjestelmä tarjosi mahdollisuuden vanhuuden turvaan²³. Maata omistavalla puolisoineen, yleensä vanhoiksi tultuaan, oli mahdollisuus varata kiinteistön myynti ja- luovutus sopimuksessa oikeus, kiinteistöeläke²⁴, elämiseen ja asumiseen tilalla loppuelämänsä ajaksi²⁵.

¹¹ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 32.

¹² Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2013, 31.

¹³ Tilastokeskus. Tilastot. Kansantalouden kirjanpito 2014.

¹⁴ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 9.

¹⁵ Sosiaali- ja terveysministeriö. Sosiaalimenot ja rahoitus 2014.

¹⁶ Vaittinen - Tenhunen 2013, 84.

¹⁷ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 105.

¹⁸ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 105-106.

¹⁹ Hellsten 2008, 20.

²⁰ Lindqvist 2003, 76.

²¹ Pulma 1994, 15.

²² Hellsten 2008, 21.

²³ Pulma 1994, 25.

²⁴ Karisto 1988, 133.

²⁵ Hellsten 2008, 21.

Syytinki mahdollisti elämän perustarpeet kuten ravinnon, asunnon, lämmön ja oikeuden käyttää talousrakennuksia²⁶. Tavaksi tuli, että myös hautauskustannukset sisältyivät syytinkietuuksiin. Syytinki oli käytössä ennen kaikkea Etelä- ja Länsi-Suomen alueella.²⁷ Itä-Suomessa ml. Kainuun kaskiviljelyalueet sekä Pohjois-Pohjanmaalla syytinkiä käytettiin vähemmän ja vanhuusajan turvan toivat lähiomaiset ja oma kotipiiri. Se saattoi sisältää useamman pariskunnan suurperheiden muotoiset kotitaloudet, niin sanotut yhtiöperheet, joissa tilan töistä, hallinnosta ja omaisuuden jakoon liittyvistä asioista sovittiin erillisellä yhtiösopimuksella. Sopiminen mahdollisti esimerkiksi hallinnollisten velvoitteiden siirtämisen tilan patriarkalta, isältä, yhtiömiehelle, jos toista sopivaa henkilöä ei ollut isännän kuoleman jälkeen.²⁸ Syytinkien tekeminen kirjallisesti ja oikeuden vahvistamina sopimuksina yleistyi 1700-luvulta alkaen²⁹. Alkuaikoina syyntingissä omistusoikeus säilyi isännällä loppuelämän, tai syytinkiajan, koska isännällä oli myös oikeus syyntingin purkamiseen, mikäli tilaa ei hoidettu hyvin. 1800-luvulta lähtien syytinkisopimuksen tekohetki oli samalla omistusoikeuden siirtymishetki.³⁰ Syytinkiläisten asema ajan muuhun vanhuusväestöön nähden oli hyvä ja tapa oli onnistunut varakkaiden tilojen osalta. Ajan kuluessa, kun rahatalous 1800-luvulla yleistyi ja eläkkeitä ryhdyttiin vaatimaan rahassa, eikä enää tilalta saatuina tuotteina, ja kun perinnön jaossa omaisuuden jakoon vaadittiin tasaista jakoa, saattoi tilanjatkaja joutua jopa velkakierteeseen ja tilan tuotannon kehittäminen saattoi jäädä toissijaiseksi.³¹

Syytinkioikeus, eli eläkeoikeus, on käytössä tänäkin päivänä ja on huomioitu nykyainsäädännössä. Pääsääntöisesti syytinkisopimukset ovat kytköksissä tilakauppaan kuuluvina lisäeläkeinä³². Maakaaren (540/1995) 14 luvun 1 §:n mukaan eläkeoikeus saadaan sopimukseen tai muuhun oikeustoimeen perustuvana kirjata erityisenä oikeutena. Oikeuden voi purkaa maakaaren 14 luvun 15 §:n 1 momentin mukaan vasta 6 kuukauden kuluttua oikeuden haltijan kuolemasta kirjaamisviranomaisen aloitteesta. Maakaaren 14 luvun 15 §:n 2 momentin mukaan haltijan oikeuden omistajilla on mahdollisuus tänä aikana ilmoituksella myös pysyttää kirjaus. Em. lakikirjauksilla on haluttu hallituksen esityksessä Eduskunnalle maakaareksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 120/1994) mukaisesti suojata erityisen oikeuden oikeuksia vielä paremmin ja vahvemmin kiinteistön kaupassa. Siksi erityisen oikeuden haltija saa kirjaamisella etusijan muihin osapuoliin nähden, kun kirjaamista hakee aikaisemmin.³³

2.1.2 Köyhille apua seurakunnalta ja ruotujakolaitosjärjestelmän kautta

²⁶ Hellsten 2008, 21.

²⁷ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 18.

²⁸ Waris 2003, 493 -503.

²⁹ Hellsten 2008, 21.

³⁰ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 20.

³¹ Karisto 1988, 135-136.

³² Karisto 1988, 136.

³³ HE 120/1994, yksityiskohtaiset perustelut 3 luku, 7 §.

Suomalaisen yhteiskunnan heikoimmassa asemassa olevia ns. kirkonköyhiä, joilla ei ollut omaisuutta tai perhettä, ja jotka joutuivat hankkimaan elantonsa kerjäämällä, velvoitettiin auttamaan seurakuntien toimesta. Auttamiseen luotiin myös lainsäädäntöä 1500-1800-lukujen aikana. Köyhille ihmisille velvoitettiin rakentamaan muun muassa ”waiwaisten huoneita”. Jos köyhäinhuoneen pystyi välttämättään ja oli työkykyinen, saattoi kirkko auttaa pienin avustuksin vaivaiskassoista.³⁴ Köyhäinhoidosta tuli myös kuntien velvoite 1780-luvulta lähtien, kun ”julistuksella kotipaikkaoikeudesta” köyhien auttaminen säädettiin paikallistasolle kuuluvaksi kunnalliseksi velvoitteeksi³⁵.

1600-1700-lukujen vaihteessa luotiin ruotujakolaitosjärjestelmä, jonka pohjana oli silloisen armeijan ylläpito. Sotilasväestö asui rauhan aikana muun väestön parissa ja sai toimeentulonsa pääsääntöisesti maataloudesta maata raivaamalla ja viljelemällä. Ruotujaossa talot jaettiin ryhmiin, eli ruotuihin, kantokykynsä mukaan ja ruodulla oli yhteisvastuu muun muassa sotamiehen varustamisen lisäksi köyhäinavun järjestämisessä³⁶. Käytännössä apu ruodun sisällä toteutettiin siten, että talo vuorollaan elätti yhtä tai useampaa pitäjänkokouksen määräämää köyhää³⁷. Myös ruotujärjestelmä oli ensin käytössä Etelä- ja Länsi-Suomen alueella levitien 1700-luvun loppupuolella Keski- ja Itä-Suomeen³⁸. Lopulta 1800-luvun puolella järjestelmä levisi myös Karjalan alueelle³⁹.

1800-luvun puolivälin jälkeen kunnallinen itsehallinto Suomessa vahvistui ja vuodesta 1865 lähtien vastuu vanhusten ja vaivaisten viimekätisestä toimeentulon huolehtimisesta siirtyi kirkolta ja seurakunnalta kunnille⁴⁰. Vuonna 1879 annetun *Armollisen asetus yleisestä vaivahoidosta Suomen Suuriruhtinaskunnassa* mukaisesti kuntien vastuu syntyi kuitenkin vasta sen jälkeen, jos itse ei kyennyt elättämään itseään, alaikäisiä lapsiaan, tai aviomies ei kyennyt elättämään vaimoaan. Siten sukulaisten velvoite pitää huolta toisistaan suoraan etenevässä tai takenevassa polvessa kasvoi.⁴¹ Lisäksi asetus määräsi työnantajille velvollisuuden antaa elatusapua pitkäaikaisille, yli 25 vuotta palvelleille, työntekijöilleen sellaista työtä vastaan, jota he pystyivät tekemään. Vuoden 1879 asetuksen mukaiset elatusvelvollisuudet säilyivät voimassa aina vuoteen 1922 asti ja suhteellisen laajana vielä senkin jälkeen.⁴²

2.1.3 Virkamiessäädylle palkka ja eläkeikä

³⁴ Pulma 1994, 25-35.

³⁵ Karisto 1988, 126-133.

³⁶ Niemelä 2003, 369.

³⁷ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 22-23.

³⁸ Pulma 1994, 47.

³⁹ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 23.

⁴⁰ Lähteenmäki 2003, 27.

⁴¹ Hellsten 2008, 21.

⁴² Hellsten 2008, 22.

Aateliston, josta myöhemmin muodostui Suomessa virkamiessääty, vanhuuden päivien turvaamiseksi oli vuoden 1688 kuninkaallisella päätöksellä vahvistettu oikeus saada palkkaa virastaan, vaikka ei enää sairastumisen tai vanhuuden heikkouden vuoksi virkatyötä olisi kyennyt tekemään. Lisäksi *Kungl. Maj:ts Förordning om den förbättrade Embets- och lönings-Staten den 24 januari 1778* mukaisessa palkkaussäännössä luvattiin täysi palkka sellaiselle siviilivirkamiehelle, joka oli tehnyt työnsä hyvin ja täyttänyt 70 vuotta, jos hän ei enää pystynyt tehtäväänsä hoitamaan. Tämän katsotaan olevan ensimmäisiä eläkeiän kaltaisia määräyksiä vielä Ruotsin valtakuntaan kuuluneessa Suomessa. Venäjän vallan aikaisella keisarillisella asetuksella *Hans Kejserliga Maj:ts Nådiga Kungörelse angående Pension för Afskedstagande Civil-Embets- och Tjenstemän den 28 Juli 1826* annettiin virkamiehelle oikeus erota palveluksesta 65 vuoden iässä, kun hän oli ensin palvellut valtiota nuhteettomasti 35 vuotta. Eläkeikää laskettiin 63 vuoteen *Keisarillisen Majesteetin Armollisella julistuksella, koskeva muutettuja määräyksiä siivilisäätyyn Suomessa kuuluvain Wirka- ja palvelusmiesten oikeudesta pensionin saantiin Wirasta erotessansa, 12. kesäkuuta 1866*.⁴³

Säätyläisille suvun maine ja kunnia edellytti tietyn elintason ylläpitämistä ja sukulaisista huolehtimista⁴⁴. Puolison kuolema saattoi kuitenkin johtaa naispuolisen lesken taloudellisiin vaikeuksiin ja jopa köyhyyteen asti. Jos hän ei saanut apua sukulaisiltaan, ainoaksi vaihtoehdoksi jäi kunnan elätettäväksi jääminen, tässä tapauksessa kuitenkin niin, ettei niin kutsuttuihin ”kainoihin tai häveliäisiin köyhiin” sovellettu tuon ajan tylyä köyhäinhoitoa.⁴⁵

Valtion ja kirkon viroissa työskentelevät perustivat 1700-luvun puolivälissä leski- ja orpokasvoja, jotka toimivat keskinäisen avunannon perusteella⁴⁶. Tämä johti lopulta Valtion siviilivirkakunnan leski- ja orpokassan ohjesäännön (*Hans kejserliga Maj:ts Nådiga Reglemente för en Pensions-Inrättning till understöd för Änkor och Barn efter aflidne Embets- och Tjenstemän vid Civil-Statens i Finland. Den 28. Julii 1826*) vahvistamiseen vuonna 1826⁴⁷ ja tälle uudelle eläkekassalle maksettiin hallitsijan toimesta ”ikuisiksi ajoiksi” alkupääomaa sekä vuosittainen tuki. Aikaa myöten kassaan liittyi muitakin virkamiehiä, kuten kaupunkien pormestareita ja lääkäreitä.⁴⁸

Rautateillä työskentelevät valtion virkamiehet, joiden määrä 1800-luvun puolenvälin jälkeen kasvoi, kun rautatieyhteyksiä rakennettiin Suomeen, saivat oman ohjesääntönsä eläkeoikeuksista vuonna 1865. Ehdot olivat erilaiset eri asemassa työskentelevien kesken. Vakituista vuo-

⁴³ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 25.

⁴⁴ Rahikainen 2001, 23-24.

⁴⁵ Rahikainen 2001, 23.

⁴⁶ Pulma 1994, 44-45.

⁴⁷ Nordenstreng 1926, 1-3.

⁴⁸ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 26.

sittaista palkkaa saaneet saivat eläkkeet ja muut saivat avustusta vain senaatin harkinnan mukaan. Esimerkiksi konduktööri sai eläkkeen, mutta asemamies ei.⁴⁹ Tällaiset epäsuhdat näytävätkin toteen vanhuudenturvan kehityksessä pitkän ja yleismaailmallisen linjan, jonka mukaan ensimmäisiä eläkeoikeutettuja ja suurimpia eläkkeitä saivat ne, joiden taloudellinen tilanne oli jo muutoinkin parempi kaikkiin muihin nähden⁵⁰. Virkamiesten palkkaus- ja eläkeoikeuksiin ei tullut suuria muutoksia Suomen itsenäistyttyä. Lainsäädäntöä uudistettaessa vuonna 1924 yhtenäistettiin valtion eri työntekijäryhmiä koskevat eläkesäädökset. Eläkeoikeuksien piiri laajeni yleisen eläkeiän säilyessä 63 vuotena ja täyden eläkkeen sai 30 palveluvuoden jälkeen.⁵¹

2.1.4 Ammattikunnilla ja työntekijöillä avustuskassat

Ruotsin vallan aikana käsityöläisten ammattikunnat pitivät yllä jäsenmaksuilla rahoitettuja avustuskassoja, joista annettiin sairaus- tai hautausapua, sekä avustettiin kuolleen jäsenen leskeä tai tämän lapsia⁵². Voidaan sanoa, että kyse oli jo henkilövakuuttamisesta⁵³. Myöhemmin käsityöläisten kassat keskittyivät erityisesti eläkkeiden myöntämisiin⁵⁴. Uudenlaisia kassoja perustettiin, kun 1800-luvulla yhteiskunta teollistui ja erilaiset suurtuotannot tehtaissa yleistyivät⁵⁵. Vuosisadan alkupuolella oli vielä voimassa palkollisille niin sanottu laillisen suojelun järjestelmä, jossa työnantaja, isäntä, oli velvollinen huolehtimaan palkollisistaan, jotka eivät olleet maanomistajia tai ammatinharjoittajia⁵⁶. Huolehdinta kattoi ruuan ja asunnon sekä jonkinasteisen turvan sairaus- ja työkyvyttömyystilanteissa⁵⁷. Käytännössä kyse oli vuosipalveluun sitomisesta⁵⁸. Tiukka järjestelmä saattoi aiheuttaa palkollisille jopa muutto-oikeuden rajoittamista⁵⁹. Laillinen suojelu menetti merkityksensä ja elinkeinovapaus vapautti työvoiman 1879 alkaen⁶⁰. Teollistumisen myötä tehtaissa työskentelevät työntekijät perustivat tehtaankassoja, jotka olivat pääosin sairauskassoja. Alkuaikoina jäsenyys kassoihin oli pakollista ja kassat oli perustettu yhteisesti tehtaan omistajan kanssa. Aikaa myöten työnantajan rooli muuttui avustamiseksi ja työntekijöiden rooli päätöksen teossa kasvoi. Työntekijöille sairauden aikainen toimeentuloturva tuntui tärkeämmältä kuin eläke. Vuosisadan loppupuolelle tultaessa tehtaiden sairauskassat olivat muodostuneet selkeästi suuremmiksi niin lukumäärältään kuin jäsenmääriltäänkin verrattuna käsityöläisten eläkekassoihin, jotka jäivät pieniksi

⁴⁹ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 26.

⁵⁰ Riihinen 1997, 394-405.

⁵¹ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 27 (laki hyväksyttiin 18.11.1924)

⁵² Hannikainen - Vauhkonen 2012, 29.

⁵³ Rantala - Kivisaari 2014, 35.

⁵⁴ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 31.

⁵⁵ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 29.

⁵⁶ Markkola 1994, 17.

⁵⁷ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 30.

⁵⁸ Markkola 1994, 17.

⁵⁹ Pulma 1994, 30.

⁶⁰ Markkola 1994, 20.

johtuen käsityöläisten rajallisesta lukumäärästä ja kaupunkien pienistä koista. Kaiken kaikkiaan erilaiset avustuskassat olivat tärkeässä osassa työväen omaehtoisessa toiminnassa ja nou-sevassa työväenliikkeessä.⁶¹ Apukassojen toiminta ei kuitenkaan ollut minkään julkisen viran-omaisen valvonnan alasta ja niiden säännöt olivat puutteellisia ja toimintamuodot ja avustuk-set kirjavia. Vuoden 1897 asetuksen työntekijäin avustuskassoista (ns. apukassa-asetus) mu-kaisesti sairas- ja eläkekassoilla tuli olla omat eriävät sääntönsä sekä eri kirjanpito. Asetuk-sesta seurasi se, että Suomeen muodostui kaksi isoa kassaryhmää, sairauskassat sekä eläke-kassat.⁶² 1900-luvulle tultaessa erilaisten eläkekassojen myöntämät vuosieläkkeet vastasivat noin kahden kuukauden palkkaa. Jatkossa turva aleni, ollen 1930-luvulla vain noin yhden kuu-kauden palkkaa vastaava määrä.⁶³ Poliittisten erimielisyyksin johdosta työnantajat olivat ve-täytyneet kokonaan kassatoiminnasta ja apukassojen talous kärsi⁶⁴. Koko väestömäärää aja-tellen avustuskassojen kattavuus oli alhainen eikä erityisesti eläkkeiden osalta toimeentulo-turvan määrä tai taso ollut riittävä⁶⁵.

2.2 Kansaneläke

Ensimmäisen kerran lainsäädäntöön perustuvaa ja valtakunnallista eläkekassaa esitettiin se-naatissa vuonna 1863. Kassaan rahaa maksavia olisivat palkolliset, isäntä ja valtio. Eläkekas-san perustamista perusteltiin yhteiskunnan heikompiosaisten aseman parantamisella, köyhäin-hoitorasituksen vähentämisellä sekä työntekijöiden ja työnantajien luottamuksen lisäämisellä. Anomus ei tuolloin johtanut toimenpiteisiin.⁶⁶ Seuraavan kerran senaatti käsitteli asiaa noin 30 vuotta myöhemmin, kun vuonna 1892 asetettiin komitea selvittämään työväen vakuutusta. Komitean yksimielinen kanta oli se, että tarvetta pakolliselle vanhuus- ja työkyvyttömyysva-kuutuksen toteuttamiselle ei ollut. Asiaa käsiteltiin myös vuonna 1908, kun invalideettiva-kuutuskomitea ehdotti vakuutuspakkoa kaikille toisen työssä oleville ja suositteli Yleisen Va-kuutuslaitoksen perustamista, joka toimisi eduskunnan alaisena valtiollisena toimijana, jonka tehtävänä olisi vanhuus- ja työkyvyttömyysvakuutuksen hoitaminen. Mallia pakollisesta vakuu-tusperiaatteesta oli haettu muun muassa Saksasta ja valtion tukemasta vapaaehtoisesta va-kuutuksesta Belgiasta. Eduskunta kannatti ehdotusta, mutta hallitus ei ryhtynyt valmisteleviin toimenpiteisiin asian eteenpäin viemiseksi. Suomen itsenäistymisen myötä sairaus- ja työky-vyttömyys- sekä vanhuusvakuutuksen yhtenäisestä järjestämisestä keskusteltiin useita ker-toja, mutta tulevan kansaneläkejärjestelmän toteutumisen hidastavia tekijöitä olivat ristirii-dat siitä, koskisiko tuleva järjestelmä vain palkansaaajia, vai myös itsenäisiä yrittäjiä ja heitä

⁶¹ Jaakkola 1994, 151-152.

⁶² Hellsten 2008, 24.

⁶³ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 34.

⁶⁴ Hellsten 2008, 24.

⁶⁵ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 34.

⁶⁶ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 35.

avustavia perheenjäseniä, esimerkiksi maanviljelijäväestöä. Lisäksi kiisteltiin siitä, toteutetaisiinko järjestelmä vakuutus- vai huoltoperiaatteella.⁶⁷

Vuonna 1933 asetettiin komitea uudistamaan vuoden 1897 apukassa-asetusta. Komitea ehdotti mahdollisen pakollisen sairausvakuutuksen selvittämistä, koskien kaupunkien ja kauppaloitten työntekijöitä. Vakuutus olisi vapaaehtoinen maaseudun työntekijöille. Aikakauden politisointi vaikutti siihen, että päädyttiinkin tekemään selvitys vanhuus- ja työkyvyttömyysvakuutuksesta. Esimerkiksi maanviljelijäväestö koki, ettei sairausvakuutus olisi hyödyntänyt heitä ja työnantajat pelkäsivät heille vakuutuksesta syntyviä suuria kustannuksia. Työnantajia ja maanviljelijäväestöä edustavat kannattivat yksilön omaa vastuuta siten, että kunkin omiin maksuihin perustuva vakuutusjärjestelmä kannustaisi säästäväisyyteen. Mikäli vakuutusperiaatteisiin lisättäisiin vielä rahastointi, mahdollistaisi se pääomien muodostumisen, joista saatavat korkotuotot alentaisivat eläkejärjestelmän kuluja ja se tulisi siten halvemmaksi. Huoltoperiaatetta kannattaneet työväen edustajat kokivat, että julkisin varoin rahoitettu eläkejärjestelmä toisi hyödyn heti sillä hetkellä iäkkäille ihmisille, eikä vakuutusmaksukeräysten kautta vasta vuosikymmenten kuluttua.⁶⁸

2.2.1 Rahoitusjärjestelmän muodostuminen

Hallituksen esityksessä eduskunnalle kansanvakuutuslaista (HE 26/1936), vanhuus- ja työkyvyttömyyseläkkeen rahoittamisjärjestelmän valinta oli yksi tärkeimmistä kysymyksistä. Esityksessä pohdittiin vaihtoehtoisesti kerättyjen eläkkeiden rahastoimista kokonaan, osittain tai ettei rahastoimista tapahtuisi laisinkaan. Rahastointiin oli kaksi vaihtoehtoa. Vakuutusmaksunvarausjärjestelmässä vakuutusmaksut rahastoitaisiin koko siksi ajaksi, jonka vakuutettu maksaisi vakuutusmaksuja. Niin sanotulla yksilöllisellä menettelyllä vakuutetun maksamat vakuutusmaksut sitten suoritettaisiin hänelle eläkkeenä hänelle avatun henkilökohtaisen tilin kautta sisältäen sinne karttuneen pääoman ja siitä muodostuneen korkotuoton. Vastakohtana edellä mainitulle tavalle olisi niin sanottu kollektiivinen vakuutusmaksunvarausjärjestelmä, jossa suoritettavat vakuutusmaksut menisivät yhteiseen rahastoon, josta varoja sitten maksettaisiin määrättyjen sääntöjen mukaisesti muodostuvana eläkkeenä. Toinen vaihtoehto rahastoinnille olisi pääomanvarausjärjestelmä, jossa vakuutetun eläkevarat rahastoitaisiin vasta siinä vaiheessa, kun eläkevarojen maksu vakuutetulle alkaisi. Tässä rahaston tulisi olla heti riittävän suuri kattaakseen vakuutetun eläkkeet ja siksi rahasto muodostuisi pääsääntöisesti vakuutusmaksutuloista, ei niinkään kertyvistä korkotuloista. Jos rahastointia ei toteutettaisi lainkaan, toteutuisi niin sanottu jaoitusjärjestelmä, jossa vuotuiset eläkkeet suoritettaisiin samana vuonna saaduilla vakuutusmaksuilla. Niin sanotulle huoltojärjestelmälle, jossa vakuutus-

⁶⁷ Hellsten 2008, 28-30.

⁶⁸ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 45-46.

maksuja ei perittäisi laisinkaan, vaan vanhuuseläkkeet olisi järjestetty kokonaan yleisistä varoista, ei nähty taloudellisia mahdollisuuksia. Myöskään em. kollektiivista vakuutusmaksunvarausjärjestelmää, pääomanvarausjärjestelmää tai jaoitusjärjestelmää ei nähty taloudellisesti mahdollisina.⁶⁹

Hallitus päätyi esittämään vakuutuslain vanhuus- ja työkyvyttömyyseläkkeen rahoittamisjärjestelmäksi yksilöllistä vakuutusmaksunvarausjärjestelmän mallia sovellettuna siten, että siitä työkyvyttömyysvakuutus järjestettäisiin osittain (noin 25 %) jaoitusjärjestelmän pohjalta. Vanhuuseläkkeitä varten jäisi käytettäväksi noin 75- 80 % vuosittain perittävistä vakuutusmaksuista. Näin toteutuisi malli, jossa mahdollisimman pienillä vakuutusmaksuilla, rasittamatta liiaksi valtiota tai kuntia, voitaisiin järjestää riittävät eläkkeet. Samoin toteutuisi itseavunperiaate, jossa tuottavassa iässä olevat on johdatettu säästämään oman vanhuuden tai mahdollisen työkyvyttömyyden varalle. Lisäksi vakuutusmaksuina kerättävillä varoilla edistettäisiin pääoman muodostusta, kun ne on sijoitettu tuotannollisiin tarkoituksiin.⁷⁰ Tällöin sijoitusten tuotannot laajenisivat ja elinkeinot kehittyisivät⁷¹.

Uusi laki, laki kansaneläkkeestä (248/1937), vahvistettiin 31.5.1937 ja se astui voimaan 1.1.1939. Lain mukainen etuus oli vanhuus- ja työkyvyttömyyseläke. Eläkevakuutus oli pakollinen kaikille 18 vuotta täyttäneille henkilöille. Vanhuuseläkeikä oli 65 vuotta ja kerätty eläke rahastettiin.⁷² Hallituksen esityksen eduskunnalle kansanvakuutuslaiksi (HE 26/1936) mukaisesti eläkettä karttui yksilölliselle tilille ensin porrastetusti 1-2 %:n ja sitten 1.1.1951 alkaen 3 %:n maksulla vakuutetusta tulosta⁷³. Samalla hallitus esitti, että silloisiin kunnallisverolakeihin ja leimaverolakiin tehtäisiin muutos, jossa kansanvakuutuslaitos ja sen mahdolliset paikalliset laitokset niin kaupungeissa kuin maalaiskunnissa olisivat verovapaita, ja että ne vapautettaisiin leimaveron suorittamisesta⁷⁴. Edellä mainittu kansanvakuutuslaitos (-> Kansaneläkelaitos -> KELA) perustettiin samana vuonna uuden kansaneläkelain kanssa ja sen ainoana tehtävänä tuolloin oli olla eläkelaitos, joka huolehtii kansaneläkelain mukaisten kansaneläkkeiden maksamisesta. Tänä päivänä KELA tehtäväkenttä on laaja ja se takaa kaikenikäisten perus- ja sosiaalisen turvan.⁷⁵

⁶⁹ HE 26/1936, 6-8.

⁷⁰ HE 26/1936, 6-8.

⁷¹ HE 26/1936, 34.

⁷² Vaittinen - Tenhunen 2013, 86.

⁷³ HE 26/1936, 10.

⁷⁴ HE 26/1936, 38.

⁷⁵ Kela. Historia.

Kansaneläkelakia uudistettiin vuonna 1956 (347/1956) ja vanha laki (248/1937) kumottiin. Uudistuksen myötä eläke muuttui tuloharkinta- ja tasaeläkkeeksi ja eläkevakuutusmaksuja alettiin periä veronluonteisesti.⁷⁶ Samalla yksilölliset eläketilit lakkautettiin⁷⁷. Vuonna 1980 kansaneläkkeestä tuli tarveharkinnasta riippumaton, jokaiselle maassa asuvalle kansalaiselle kuuluva vähimmäiseläke⁷⁸. Vuosien 1980 -1985 välisenä aikana kansaneläkkeen rakennetta uudistettiin ja se muuttui veronalaiseksi⁷⁹. Vuonna 1996 kansaneläkejärjestelmä muuttui muista eläketuloista riippuvaksi vähimmäiseläkkeeksi. Tällä hetkellä voimassa on kansaneläkelaki (569/2007), joka astui voimaan 11.5.2007. Samalla kumoutui vanha kansaneläkelaki (347/1956). Vuonna 2008 kansaneläkkeeseen yhdistettiin myös Kelan perhe-eläkkeet. Lisäksi 2010 poistettiin työnantajien kansaneläkemaksu ja 1.3.2011 tuli voimaan takuueläke, joka nostaa Suomessa asuvien vähimmäiseläketasoa.⁸⁰ Takuueläkkeen piiriin kuuluvat erityisesti pienen eläkkeen varassa elävät eläkeläiset, tällä hetkellä noin 100.000 eläkkeensaajaa⁸¹. Kansaneläkkeestä on vuosien saatossa tullut eläkeajan toimeentulon perusturva⁸².

2.3 Työeläke

Kansaneläke jäi heti sen ensimmäisten säädösten jälkeen kuitenkin vaatimattomaksi, kansaneläke oli parhaimmillaankin noin 30 % keskimääräisestä palkasta ja oli monen ainoa eläkeiän turva⁸³, siksi vanhuudenturvaa päätettiin laajentaa kehittämällä järjestelmän kattavuutta⁸⁴. Edellä 2.2. kohdassa mainitun perusturvaisen kansaneläkelainsäädäntöön perustuvan järjestelmän rinnalle, yhteiskunnan kehittymisen, väestörakenteen muuttumisen ja eliniänodotteen noustua, luotiin täydentämään työeläkejärjestelmä, joka oli ansiosidonnaisuuteen perustuva turva työkyvyttömyyden ja vanhuuden varalle. Turva kattoi myös tietyin ehdoin perhe-eläkkeen leskelle ja alaikäisille lapsille.⁸⁵ Eduskunta otti työeläkelakimietinnön käsittelyn pohjaksi kansanedustaja Kokkolan 2.2.1961 tekemän aloitteen (150/1961)⁸⁶. Mallia työeläkkeeseen saatiin myös muun muassa 1950-luvulla säädetyistä merimiesten eläkelaista (72/1956 -> nykyinen laki 1290/2006) sekä eläkesäätiölaista (469/1955 -> nykyinen laki 1774/1995), joissa eläkkeen ansaintaperiaatteena oli tehty työ ja siitä saadut ansiot⁸⁷. Samoin laissa tuli huomioiduksi eläkesäätiölaista takaisinlainausidea⁸⁸, jossa työnantaja voi lainata

⁷⁶ Kela. Kelan tärkeät vuosiluvut.

⁷⁷ Vaittinen - Tenhunen 2013, 86.

⁷⁸ Kela. Kelan tärkeät vuosiluvut.

⁷⁹ Eläketurvakeskus. Työeläke- ja kansaneläkelainsäädännössä tapahtuneita keskeisimpiä muutoksia vuosina 1956-2004.

⁸⁰ Kela. Kelan tärkeät vuosiluvut.

⁸¹ Suomi.fi. Kansalaisen palvelut yhdestä osoitteesta. Kansaneläke ja takuueläke 2015.

⁸² Vaittinen - Tenhunen 2013, 91.

⁸³ Eduskunta. Eduskunnan kirjasto. Eläketurva ennen uudistusta.

⁸⁴ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 59.

⁸⁵ Tenhunen - Vaittinen 2013, 14.

⁸⁶ Eduskunta. Eduskunnan kirjasto. Eduskunta tarttuu toimeen - kompromissi.

⁸⁷ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 74.

⁸⁸ vp 1955, EV-HE 55/1954; Eläkesäätiölaki 469/1955, 4 §.

osan maksamistaan työeläkevakuutusmaksuista takaisin yrityksen käyttöön⁸⁹. Työeläkelainsäädäntöä mietittäessä päädyttiin myös ratkaisuun, jonka mukaan uusi eläketurva tulisi toteuttaa hajautetun organisaation varaan, ja että henkivakuutusyhtiöt ottaisivat hoitoonsa pakollisen eläkevakuutuksen Kansaneläkelaitoksen sijaan⁹⁰.

Yksityisalojen työntekijöitä koskeva eläkelaki (395/1961) astui voimaan 1961 ja heti perään vuonna 1962 tuli voimaan lyhytaikaisissa työsuhteissa olevien työntekijöiden eläkelaki (134/1962)⁹¹. Tämän jälkeen kunnallisten viranhaltijoiden eläkkeitä yhtenäistävä laki astui voimaan vuonna 1964 (202/1964) ja valtion (280/1966) ja kirkon (298/1966) eläkelait vuonna 1967, sekä vielä maataloustuottajat (467/1969) ja yrittäjät (468/1969) saivat omat työeläkelakinsa voimaan vuonna 1970⁹². Vanha työntekijäin eläkelaki ja lyhytaikaisissa työsuhteissa olevien työntekijöiden eläkelaki kumottiin 1.1.2007 voimaan tulleella nykyisellä työntekijän eläkelalla (395/2006). Samoin nykyiset 1.8.2003 voimaan tulleet kunnallinen eläkelaki (549/2003) ja kunnallisen eläkelain voimaannpanolaki (550/2003) sisältävät kunnallisten viranhaltijain ja työntekijäin eläkelain säännökset sekä lähes kaikki kunnallisen eläkelaitoksen eläkesäännön määräykset.⁹³ Valtion eläkelaki korvattiin uudella lailla 1.1.2007 alkaen (1295/2006) ja evankelis-luterilaisen kirkon eläkelaki 1.5.2008 alkaen (261/2008). Uusi maatalousyrittäjän eläkelaki astui voimaan 1.1.2007 (1281/2006), samoin kuin yrittäjien uusi eläkelaki (1272/2006). Edellä mainittujen lakiuudistusten myötä työeläkkeen säännökset yhtenäistyivät niin yrittäjien kuin yksityisen sekä julkisen sektorin puolella⁹⁴. Hallitus esitti eduskunnalle työeläkejärjestelmää koskevan lainsäädännön muuttamiseksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 16/2015) yhteydessä, että voimassa olevat julkisten alojen eläketurvaa koskevat useat lait yhdistetään yhdeksi uudeksi julkisten alojen eläkelain⁹⁵.

Työntekijäin eläkelain 1 luvun 1 §:n 2 momentin mukaisesti työnantajalla on velvollisuus eläketurvan järjestämisestä työntekijöilleen Suomessa tehdystä työstä. Työntekijäin eläkelain 10 luvun 152 §:n 1 momentin mukaisesti työeläkevakuutusmaksu koostuu sekä työnantajan että työntekijän maksuosuuksista. Sosiaali- ja terveysministeriön 12.11.2014 antaman asetuksen (945/2014) mukaisesti, koskien työntekijän eläkelain 153 §:ssä tarkoitettuja työntekijän työeläkevakuutusmaksuprosentteja, alle 53-vuotiaan työntekijän työeläkevakuutusmaksu on 5,70 % ja 53 vuotta täyttäneen työntekijän työeläkevakuutusmaksu 7,20 %. Vastaavasti työnantajan osuus on keskimäärin 18 %, eli työeläkevakuutuksen kokonaismäärä on 24 %⁹⁶. Julkishallinnon puolella työnantajamaksut voivat määräytyä hiukan eri tavalla johtuen siitä, että

⁸⁹ Yritys-Suomi. Eläkeyhtiölainat osana yrityksen rahoitussuunnittelua.

⁹⁰ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 78

⁹¹ Vaittinen - Tenhunen 2013, 87.

⁹² Vaittinen - Tenhunen 2013, 89.

⁹³ Keva. Kunnallinen eläkelaki.

⁹⁴ Korpiluoma ym. 2011, 15.

⁹⁵ HE 16/2015, 1.

⁹⁶ Sosiaali- ja terveysministeriö. Vuoden 2015 työeläkemaksut vahvistettu.

aiemmat karttumat olivat parempia⁹⁷. Perusteet työnantajan velvollisuudelle työntekijän eläketurvan järjestämisestä kumpuaa vanhasta julkisoikeudellisesta elatusvelvollisuudesta (ks. myös kohta 2.1.2 *Köyhille apua seurakunnalta ja ruotujakolaitosjärjestelmän kautta kolmannessa kohdassa käsitelty vuoden 1879 Armollisen asetus yleisestä vaivashoidosta Suomen Suuriruhtinaskunnassa koskien työnantajan elatusvelvollisuutta*)⁹⁸. Vuonna 1961 voimaan tulleella työeläkelaila eläkettä karttui 1 % vuodessa ja työeläke oli 40 % työsuhteen viimeisen vuoden palkasta⁹⁹.

Tällä hetkellä voimassa olevan työntekijäin eläkelain 4 luvun 64 pykälän mukaisesti työeläkettä kertyy 18-52-vuotiailta vuosiansioista 1,5 %, 53-63-vuotiailta 1,9 % ja 63-68-vuotiailta 4,5 %. Työeläkkeen suuruuteen vaikuttaa elinaikakerroin ja eläkkeen määrä muuttuu elinajan odotteen muuttuessa¹⁰⁰. Jotta karttuvat ja maksussa olevat eläkkeet voisivat seurata kohtuullisessa määrin palkka- ja hintatason kehitystä, on vuodesta 2005 alkaen karttuvaa eläkettä laskettaessa kunkin vuoden ansiot tarkistettu palkkakertoimella, jossa palkkatason muutoksen painokerroin on 0,8 % ja hintatason muutoksen painokerroin 0,2 %. Vastaavasti jo maksussa olevia työeläkkeitä tarkistetaan työeläkeindeksillä, jossa hintatason painokerroin on 0,8 % ja palkkatason painokerroin 0,2 %. Erilainen painotus johtuu siitä, että on haluttu turvata tavoitetasoisien eläkkeen alkumäärä ja hillitä eläkekustannusten kasvua.¹⁰¹ Hallituksen esityksessä eduskunnalle työeläkejärjestelmää koskevan lainsäädännön muuttamiseksi ja eräitä siihen liittyviksi lakeiksi (HE 16/2015) nykytilan selvityksen mukaisesti on vuodesta 2010 alkaen eliniän pitenemistä sopeutettu elinaikakertoimen avulla, joka määrittellään kullekin 62-vuotiaalle tilastokeskuksen kuolevuustilastojen perusteella ja sosiaali- ja terveysministeriön vuosittain vahvistamana. Elinaikakertoimella on tarkoitus säilyttää eläkkeen pääoma-arvo samana eri ikäluokilla. Elinaikakertoimella pyritään myös hillitsemään työeläkemaksujen määrää eliniän noustessa¹⁰² ja kannustaa jatkamaan työntekoa.¹⁰³ Työeläkemaksujen kehityksen hallitsemiseksi kolmannes vuosittain kerättävistä eläkevaroista on rahastoitu¹⁰⁴. Rahastoitujen eläkevarojen sijoitustuotoilla katetaan osa eläkemenosta ja saadaan estettyä vakuutusmaksujen nousua¹⁰⁵. Keskimääräinen kokonaiseläke on noin 50 % keskimääräisestä ansiosta¹⁰⁶. Vuonna

⁹⁷ D' Ambrogi-Ola 2013, 134.

⁹⁸ vp 9.12.1955, 1850-1851. Silloinen huoltoapulaki 5 §.

⁹⁹ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 84.

¹⁰⁰ Lassila 2013, 240.

¹⁰¹ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 80-81.

¹⁰² Lassila 2013, 240.

¹⁰³ HE 16/2015, 13.

¹⁰⁴ D' Ambrogi-Ola 2013, 130.

¹⁰⁵ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 105.

¹⁰⁶ Eläketurvakeskus. Keskimääräiset eläkkeet vuosina 2000-2014.

2014 työeläkkeen osuus maksettavista lakisääteististä eläkkeistä oli jo noin 89 %¹⁰⁷. Ansiopuolustuksesta työeläkkeestä on tullut tänä päivänä selkeästi ensisijainen vanhuuseläkkeenmuoto¹⁰⁸.

Nykyinen eläkejärjestelmä ja siihen liittyvä lainsäädäntö ovat kehittyneet vähitellen taloudellisen kehityksen ja sen mukana erityisesti sosiaaliturvan kehityksen ja sen tarpeiden kautta¹⁰⁹. Viimeisin muutosehdotus eläkejärjestelmään tehtiin, kun työmarkkinoiden keskusjärjestöt EK, KT, SAK ja STTK pääsivät sopuun työeläketurvaan tehtävien muutosehdotusten sisällöstä 26.9.2014. Työeläkeuudistuksen keskeisimpänä päämääränä nähtiin tarve pidentää työuria ja saada enemmän rahaa julkisia menoja varten.¹¹⁰ Hallituksen esityksessä eduskunnalle työeläkejärjestelmää koskevan lainsäädännön muuttamiseksi ja eräitä siihen liittyviksi lakeiksi mukaisesti (HE 16/2015) eläkeikä nousee asteittain 63 vuodesta 65 vuoteen vuonna 1955 ja sen jälkeen syntyneiden osalta, eli 3 kk per vuosi (tuleva TyEL 11 §, 2 momentti), vanhuuseläkkeen yläikäraja on alaikäraja 5 vuotta korkeampi (tuleva TyEL 83 §) ja vuonna 1965 ja sen jälkeen syntyneiden vanhuuseläkeikä kytketään elinajan kehitykseen (tuleva TyEL 82 §), jota sovelletaan ensimmäisen kerran vuonna 2030 eläkkeelle jääviin. Elinajanodotteen tarkoituksena on säilyttää eläkeajan ja työssäoloajan välinen suhde samalla tasolla kuin se on vuonna 2025. Tätä seurataan, vuodesta 2026 alkaen, siten, että sosiaali- ja terveysministeriö tekee joka 5. vuosi arvion työurien kehityksestä sekä koko työeläkejärjestelmän taloudellisesta ja sosiaalisesta kestävydestä.¹¹¹

Hallituksen esityksen eduskunnalle työeläkejärjestelmää koskevan lainsäädännön muuttamiseksi ja eräitä siihen liittyviksi lakeiksi (HE 16/2015) mukaisesti eläkettä kertyy ikävuosien 17- 65 välillä vuosittain 1,5 % (tuleva TyEL 65 §) työntekijän työansioista tai yrittäjän vahvistetusta tötulosta (siirtymäaika 53-62-vuotiaille vuoden 2025 loppuun, 1,7 %, TyEL:n muuttamisesta annetun lain voimaantulolaki 4 §) . Sen jälkeen ikävuosien 65-70 välillä maksetaan ns. lykkäyskorotusta 0,4 % (tuleva TyEL 12 §) jo karttuneeseen eläkkeeseen kuukausittain.¹¹² Uusi eläkejärjestelmä ja vanhuuseläkelainsäädäntö hyväksyttiin Eduskunnassa 20.11.2015, ja uusi järjestelmä ja lainsäädäntö astuvat voimaan vuoden 2017 alusta¹¹³.

Yleisiksi perusteluiksi edellä mainitulle eläkejärjestelmän muutokselle hallitus esitti, että eläkkeellesiirtymisiän odotetta tavoitetaan nostettavaksi vähintään 62,4 vuoteen 2025 men-

¹⁰⁷ Työeläkkeiden osuus lakisääteististä eläkkeistä vuonna 2014 (ks. oma laskelma, liite 1).

¹⁰⁸ Vaittinen - Tenhunen 2013, 91.

¹⁰⁹ Tenhunen - Vaittinen 2013, 14.

¹¹⁰ Eläkeuudistus.fi. Eläkeuudistuksen sisältöehdotus valmistunut 2014.

¹¹¹ HE 16/2015, 1.

¹¹² HE 16/2015, 1.

¹¹³ Eduskunta. Eduskunnan täysistunto 20.11.2015. Pöytäkirjan asiakohta PTK 68 2015 vp.

nessä, kun se vuonna 2014 oli 61,2 vuotta (vuonna 2008 59,4 vuotta), jotta huoltosuhde ja julkisen talouden tasapaino säilyvät, työeläkemaksujen nousupaine helpottaa ja julkisen eläkkeiden rahoitus varmistetaan¹¹⁴. Tähän päästään hallituksen esityksen mukaisesti työuria pidentämällä, TyEL maksutasoa nostolla 24,4 %:iin, jonka arvioidaan riittävän 2060-luvun puoliväliin asti¹¹⁵ (v. 2014 keskimäärin 23,6 %¹¹⁶), sekä korkeammilla eläkelaitosten sijoitustuotoilla, joita puolestaan odotetaan saatavan lisäämällä sijoittamisen painoa osakkeisiin, jonka johdosta työeläkelaitosten vastuuvélka tai eläkevastuun osaketuottosidonnaisuus nousee.¹¹⁷ Sijoitustuottojen hallitus arvioi esityksessään tällöin kasvavan 0,1-0,2 % -yksikköä ja mahdollistavan työeläkemaksutason alentamisen pitkällä aikavälillä noin 0,2-0,4 % -yksikköä.¹¹⁸

2.3.1 Vapaaehtoinen lisäturva

Työeläkkeen ja muiden lakisääteisten eläkkeiden lisäksi on mahdollisuus järjestää yksityisiä vapaaehtoisia eläkevakuutuksia. Näistä on alun alkaen sovittu jo ensimmäisen työntekijän työeläkelainsäädännön valmistelujen yhteydessä¹¹⁹ ja säädetty työntekijän ensimmäisessä työeläkelaisissa (395/1961 11 §). Tänä päivänä vapaaehtoinen lisäturva voi olla vakuutusyhtiön kanssa toteutettu erillisellä vakuutus sopimuksella, jossa vakuutettu yksityishenkilö, vakuutusmaksuja maksettuaan, saa vakuutusyhtiöltä tietystä iästä alkaen kuukausittain maksettavaa rahaa, eläkettä, aina kuolemaansa asti. Em. lisäturvalla on ajateltu vakuuttamista pitkän elämisen riskiä vastaan tai esimerkiksi varautumista yllättäviin menoihin eläkeiässä.¹²⁰ Aiemmin, vakuutetuille tehdyn kysely tutkimuksen mukaan, eläkevakuutuksia todellisuudessa nostettiin vain ensimmäisten eläkevuosien aikana, keskimäärin 61 ikävuodesta ja siitä noin seuraavan kahdeksan vuoden kuluessa¹²¹. Vapaaehtoinen, yksilöllinen eläkevakuutus muuttui, kun 1.1.2005 alkaen verotus siirtyi pääomaverotuksen piiriin. Uudistus tarkoitti sitä, että eläkevakuutusmaksu vähennettiin jatkossa pääomatuloista ja maksettavat eläkkeet verotettiin pääomatulona. Edellä mainitun vähennyskelpoisuuden edellytys oli, että eläkettä sai maksaa vakuutetun täytettyä 62 vuotta.¹²² Vuodesta 2013 alkaen alin nostamisikä on ollut 68 vuotta. Vapaaehtoisesta eläkevakuutuksesta saa täyden vähennyksen, jos vuoden aikana on säästänyt yhteensä 5 000 euroa ja verotettavat pääomatulot ovat yli 30 000 euroa.¹²³ Vastaavan yksilöllisen eläkevakuutuksen, lisäeläketurvan, voi ottaa myös työnantaja työntekijöilleen perustuen esimerkiksi työntekijän työtehtävään tai ammattiasemaan. Jos työnantaja maksaa tällaisen

¹¹⁴ HE 16/2015, 7.

¹¹⁵ HE 16/2015, 30.

¹¹⁶ Eläketurvakeskus. Katsaus Eläketurvaan vuonna 2014, 9.

¹¹⁷ HE 16/2015, 19.

¹¹⁸ HE 16/2015, 31.

¹¹⁹ Edustaja Kokkolan ym. lakialoite n:o 150/2.2.1961 vp., 2.

¹²⁰ Määttänen 2013, 72-73.

¹²¹ Määttänen 2013, 77.

¹²² Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 283.

¹²³ Veronmaksajat. Vapaaehtoinen eläkevakuutus 2015.

ryhmäeläkevakuutuksen maksut kokonaan, voi edellä mainittu 68 ikävuoden alin nostamisikä olla alhaisempikin.¹²⁴ Maksetut eläkevakuutusmaksut ovat työnantajalle vähennyskelpoisia kuluja 8 500 euroon asti¹²⁵. Vapaaehtoiseen eläkevakuutukseen, niin yksityisen henkilön kuin yrityksen osalta, noudatetaan vakuutuslainsäädäntöä (543/1994).

2.4 Vakuutusyhtiöt, eläkesäätiö, eläkekassa, Keva

Työntekijäin eläkelain 1 §:n 3 momentin mukaisesti työnantaja voi järjestää eläketurvan joko työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain mukaisessa työeläkevakuutusyhtiössä, vakuutuskassalain mukaisessa eläkekassassa tai eläkesäätiölaissa tarkoitetussa eläkesäätiössä. Yrittäjän eläkevakuutus tulee yrittäjän eläkelain 1 luvun 1 §:n 3 momentin mukaisesti järjestää työeläkevakuutusyhtiössä tai eläkekassassa, joiden yhteiselimenä toimii eläketurvakeskus. Kunnan ja valtion, mukaan lukien evankelis-luterilaisen kirkon ja Kelan työntekijät, eläkkeistä vastaa keskitetysti Keva (itsenäinen julkisoikeudellinen yhteisö¹²⁶)¹²⁷. Lisäksi Maatalousyrittäjien eläkelaitos hoitaa maatalousyrittäjien¹²⁸ ja Merimieseläkekassa merenkulkijoiden lakisääteisistä työeläketurvista¹²⁹.

Suomessa vakuutustoiminta on alkanut palovakuutusten (ensimmäiset säännökset maaseudun osalta jo vuodelta 1347), henki/henkilövakuutusten (ks. kohta 2.1.4 *Ammattikunnilla ja työntekijöillä avustuskassat*) ja merivakuutusten (esimerkiksi purjelaivojen vakuuttaminen 1850) kautta¹³⁰. Kotimaisia yksityisiä vakuutusosakeyhtiöitä perustettiin Suomeen 1800-luvun lopusta alkaen, ensimmäisenä henkivakuutusyhtiö Kaleva (tänä päivänä Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö¹³¹)¹³². Vakuutusyhtiöiden yhteistyölle mallia otettiin Ruotsista. Vuonna 1919 henkivakuutusyhtiöt perustivat yhdessä jälleenvakuutusyhtiö Varman, koska vakuutusyhtiöt eivät itse halunneet eläkevakuutusta vakuutusyhtiöiden kilpailun piiriin. Varma laajensi nopeasti, vuonna 1926, toimialaansa kattamaan myös ryhmäeläkevakuutukset. Vuonna 1947 yhtiö jakautui kahdeksi eri yhtiöksi, Jälleenvakuutusosakeyhtiö Varmaksi (tänä päivänä Henkivakuutusosakeyhtiö Retro¹³³) ja Keskinäiseksi vakuutusyhtiö Eläkevarmaksi (tänä päivänä Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma), josta jälkimmäisen, keskinäisen yhtiön¹³⁴, yhtiömuotoa

¹²⁴ Eläketurvakeskus. Työnantajien järjestämä kollektiivinen lisäeläketurva 2014.

¹²⁵ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 284.

¹²⁶ Keva. Tietoa meistä 2015.

¹²⁷ Keva. Eläkkeet 2015.

¹²⁸ Mela. Tietoa Melasta 2014.

¹²⁹ Merimieseläkekassa 2015.

¹³⁰ Rantala - Kivisaari 2014, 23-25.

¹³¹ Mandatum Life. 40 vuotta elämää 2012.

¹³² Rantala - Kivisaari 2014, 42.

¹³³ Henkivakuutusosakeyhtiö Retro. Vakautta henkivakuutukseen.

¹³⁴ Pellervon lehdistöartikkeli. Keskinäinen yhtiö nojaa asiakaslähtöisyyteen: ”Keskinäisen yrityksen asiakkaasta tulee automaattisesti myös yrityksen osakas, kun hän ostaa jonkin ko. yrityksen palveluista.”

vaativat vakuutuksenottajat.¹³⁵ Varman monopoliasema ryhmäeläkevakuutusten antajana säilyi 1960-luvun alkuun, jonka jälkeen Suomeen on perustettu myös muita työeläkevakuutusyhtiöitä¹³⁶. Vuonna 2014 työeläkevakuutusyhtiöitä on yhteensä 6 (Varma, Elo, Eläke-Veritas, Etera, Ilmarinen ja Pensions-Alandia¹³⁷)¹³⁸. Ensimmäinen vakuutusyhtiölaki säädettiin vuonna 1933 (174/1933). Tänä päivänä voimassa oleva vakuutusyhtiölaki on vuodelta 2008 (521/2008) ja lain 1 luvun 1 §:n mukaan lakia sovelletaan Suomen lain mukaisesti rekisteröidyn vakuutusosakeyhtiön ja keskinäisen vakuutusyhtiön toiminnassa. Lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittaville eläkevakuutusyhtiöille on oma lainsäädäntö laissa työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997).

Työnantajien antama eläketurvaa voidaan järjestää yrityksessä eläkesäätiön kautta¹³⁹. Edellytyksenä on, että vakuutettuja tulee olla vähintään 300 henkeä. Eläkesäätiöt voivat tarjota vakuutetuilleen vain vapaaehtoista lisäeläketurvaa (A-eläkesäätiö), lakisääteistä työeläketurvaa (B-eläkesäätiö), tai molempia (AB-eläkesäätiö). Lakisääteisiä, B-eläkesäätiöitä, on Suomessa yhteensä 14¹⁴⁰, muun muassa Yleisradion Eläkesäätiö, Maataloustuottajain Eläkesäätiö ja Sanoman Eläkesäätiö. Vuoden 2013 lopussa alle 1 % kaikista eläkevakuutetuista oli vakuutettu eläkesäätiön kautta.¹⁴¹ Eläkesäätiötoiminnassa noudatetaan eläkesäätiölainsäädäntöä (1774/1995).

Eläketurvaa voidaan hoitaa myös eläkekassojen kautta. Yhteisen eläkekassan voivat esimerkiksi perustaa tietyt elinkeino- tai järjestöryhmittymät työnantajajäseniään varten¹⁴². Kaikkiaan Suomessa on 4 lakisääteistä eläketurvaa hoitavaa eläkekassaa¹⁴³. Tällaisia kassoja, joihin voi kuulua useamman yrityksen työntekijöitä, on muun muassa Valtion Eläkekassa, Apteekkien Eläkekassa ja OP-Eläkekassa. Vuoden 2013 lopussa noin 1 % kaikista eläkevakuutetuista oli vakuutettu eläkekassan kautta.¹⁴⁴ Eläkekassatoiminnassa noudatetaan vakuutuskassalainsäädäntöä (1164/1992).

Kunnan ja valtion, mukaan lukien evankelis-luterilainen kirkko ja Kela (kansaneläkelaitos), eläkevakuuttamista hoitaa keskitetysti sitä varten perustettu eläkevakuutuslaitos, nykyiseltä nimeltään KEVA¹⁴⁵. Kevan toiminta perustuu kunnalliseen eläkelakiin. Valtion ja Kelan eläketurvan toimeenpanijana sen tehtävistä säädetään valtion eläkelaislaissa (1295/2006) ja laissa

¹³⁵ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 70-71.

¹³⁶ Rantala - Kivisaari 2014, 46.

¹³⁷ Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhtiöt.

¹³⁸ Tela. Erilaiset työeläkevakuuttajat. Eläkevakuutusyhtiöt 2014.

¹³⁹ Rantala - Kivisaari 2014, 47.

¹⁴⁰ Tela. Erilaiset työeläkevakuuttajat, eläkesäätiöt/eläkekassat 2014.

¹⁴¹ Eläketurvakeskus. Eläkesäätiöt 2013.

¹⁴² Rantala - Kivisaari 2014, 47.

¹⁴³ Tela. Erilaiset työeläkevakuuttajat, eläkesäätiöt/eläkekassat 2014.

¹⁴⁴ Eläketurvakeskus. Eläkekassat 2013.

¹⁴⁵ Keva. Kunnallisen eläkejärjestelmän historia 2015.

kansaneläkelaitoksesta (731/2001). Muiden julkisoikeudellisten yhteisöjen, kuten Eduskunta, Suomen pankki ja eräät Ahvenanmaan maakuntahallitukset sekä ortodoksinen kirkko, eläketurva on hoidettu julkisen puolen eläkelaitoksissa.¹⁴⁶

2.4.1 Eläkelaitosten yhteisvastuu, tasausjärjestelmä ja vastuuvetäjä

Työntekijän eläkelain 12 luvun 173 §:n mukaisesti eläketurvaa antavat eläkelaitokset vastaavat lakisääteisistä eläkekustannuksista yhteisvastuullisesti. Muut eläkelaitokset kantavat vastuut ja velvoitteet eläkkeensaajaa kohtaan, jos yksittäinen eläkelaitos ajautuu konkurssiin, kuten Eläke-Kansa 1990-luvulla¹⁴⁷. Yhteisvastuullista osaa kutsutaan tasauseläkkeeksi, joka kustannetaan eläkevakuutusmaksuun sisältyvällä maksun tasausosalla, joka on noin 75 % eläkevakuutusmaksusta¹⁴⁸. Käytännössä se eläkelaitos kustantaa työntekijän koko työeläkkeen, jossa työntekijällä on ollut vakuutettuna eniten työansioita viimeiset 2 kalenterivuotta (viimeisen laitoksen periaate) ja siksi yksittäinen eläkelaitos harvoin kustantaa omaa osuuttaan maksussa olevista eläkkeistä. Tästä syystä kustannuksia tasataan vuosittain eri eläkelaitosten välillä¹⁴⁹. Työntekijän eläkelain 12 luvun 183 §:n mukaisesti edellä mainitusta kustannusselvittelystä vastaa Eläketurvakeskus, joka eläketurvalain (397/2006) 1 §:n mukaisesti toimii eläketurvan toimeenpanon ja kehittämisen yhteistyöelimenä. Alun alkaen Eläketurvakeskuksen tehtävät muotoutuivat jo 1960-luvulla ensimmäisen työntekijäin eläkelain (395/1961) 14 §:n mukaisesti.

Työntekijän eläkelain 12 luvun 174 §:n 3 kohdan mukaisesti kukin yksittäinen eläkevakuutusyhtiö, -säätiö tai -kassa vastaa siitä määrästä, joka sille on siirretty kasvattamaan vanhuuseläkkeen rahastoitua osaa. Rahastoitua osaa maksetaan eläkkeen saajalle vastaavalla tavalla viimeisen laitoksen periaatteen mukaan, mutta se ei kuulu eläkelaitosten välisen kustannusten tasauksen piiriin¹⁵⁰. Kullekin vakuutuslaitokselle muodostuu, vakuutettujen tulevaan eläkeoikeuteen perustuva, vastuuvetäjä¹⁵¹, joka muodostuu rahastoidusta osuudesta, sekä edellä mainitusta tasauseläkkeestä muodostuvasta tasausvastuusta, joka toimii samalla puskurirahastona tasausjärjestelmälle¹⁵² ja jota keräämällä varaudutaan tulevaisuudessa mahdollisesti tulevien vuosien eläkemaksujen tai verojen korottumisia varten (kunnat ja valtio voivat tarvittaessa kerätä lisärahoitusta verojen kautta, mutta työeläkeyhtiöt eivät, eli vakuutusmaksuja ei voi kerätä jälkikäteen lisää¹⁵³)¹⁵⁴. Hallituksen esityksessä eduskunnalle työeläkejärjestelmää

¹⁴⁶ Eläketurvakeskus. Julkisten alojen eläkelaitokset 2015.

¹⁴⁷ Tuomikoski 2013, 153.

¹⁴⁸ Korpiluoma ym. 2011, 19.

¹⁴⁹ D’Ambrogio-Ola 2013, 135-136.

¹⁵⁰ Johansson - Lassila - Niemelä 2011, 79.

¹⁵¹ Vaittinen - Tenhunen 2013, 93-94.

¹⁵² Korpiluoma ym. 2011, 19.

¹⁵³ Tuomikoski 2013, 152.

¹⁵⁴ Tuomikoski 2013, 153.

koskevan lainsäädännön muuttamiseksi ja eräitä siihen liittyviksi lakeiksi (HE 16/2015) nykytilan selvityksen mukaisesti vastuuvelkaan on vuodesta 2006 alkaen sisältynyt, työeläkelaitosten riskinkantokykyä parantamaan, osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu, jonka seurauksesta eläkevastuu joustaa työeläkelaitosten keskimääräisen osaketuoton mukaan joko vastuuvelkaa kasvattaen tai sitä pienentäen. Jos vastuuvelka kasvaa yli 5 %, siirretään yli menevä osa kasvattamaan vanhuuseläkkeiden rahastoituja osia. Jos vastuuvelan 10 %:n alaraja alittuu koko työeläkejärjestelmän tasolla, työeläkelaitokset täydentävät sitä ja lisäksi vuosittain tasaavat vastuuta siten, että se on kullekin eläkelaitokselle saman suuruinen suhteessa vastuuvelkaan tai eläkevastuuseen.¹⁵⁵ Hallituksen esityksen Eduskunnalle laiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 279/2014) mukaisesti hallitus esitti työntekijän eläkelain 168 §:n 3 momenttiin (317/2015 1.1.2017 alkaen) väliaikaista muutosta siten, että osaketuottokertoimen laskennassa käytettävää painokerrointa nostettaisiin 15 %:sta 20 %:iin, eli yhden eläkelaitoksen osuus osakesijoituksista, laskettaessa osakkeiden keskimääräistä vuosituottoa, olisi enintään 20 %, jolloin se rajoittaisi yksittäisen eläkelaitoksen liian suurta vaikutusta osaketuottokertoimeen. Edellä mainittua painokerrointa nostettiin vuonna 2014 tapahtuneen eläkelaitosten lukumäärän vähentämisen johdosta.¹⁵⁶

Esimerkiksi Työeläkevakuutusyhtiö Varman vastuuvelan määrä vuoden 2014 lopussa oli noin 32,1 miljardia euroa ja sen katteena olevan omaisuuden arvo, noin 40,6 miljardia euroa, oli noin 126 % vastuuvelasta. Kaikkien työeläkelaitosten vastuuvelan suuruus vuonna 2014 oli yhteensä noin 91,2 miljardia euroa¹⁵⁷, sijoituskannan ollessa 173 miljardia euroa¹⁵⁸.

2.4.2 Julkisen alan eläkevastuut

Julkisaloilla valtion eläkelain 9 luvun 132 §:n mukaisesti eläketurva rahoitetaan valtion talousarviosta. Eläkevarat kerätään vakuutusmaksuin Valtion Eläkerahastoon, josta kuluvan vuoden eläkkeistä katetaan noin 40 %, loput 60 % rahoitetaan veroilla¹⁵⁹. Valtion eläkelain 8 luvun 115 §:n mukaan eläkkeet maksetaan kunnallisen eläkelaitoksen (KEVA) välityksellä. Valtion Eläkerahasto (VER) on perustettu vuonna 1990 valtion eläkevarojen tasaamista varten ja sen tehtävänä on vastata eläkevarojen sijoittamisesta sekä tulevaisuuden eläkkeiden rahoittamisesta¹⁶⁰. Laki valtion eläkerahastosta (1297/2006) 2 §:n mukaisesti valtiovaranministeriö ohjaa ja valvoo rahastoa ja sillä on muun muassa oikeus antaa rahaston sijoittamiseen liittyviä ylei-

¹⁵⁵ HE 16/2015, 15.

¹⁵⁶ HE 279/2014, erinäiset säännökset.

¹⁵⁷ Tela. Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2014, 3.

¹⁵⁸ Tela. Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2014, 1.

¹⁵⁹ D' Ambrogio-Ola 2013, 135.

¹⁶⁰ Valtion Eläkerahasto 2015.

siä määräyksiä. Laki valtion eläkerahastosta 6 §:n 1 momentin mukaisesti edellä mainittu valtion talousarvioon siirrettävästä 40 %:n osuuden määrästä päätetään jatkossa vuosittain sen jälkeen, kun rahasto on karttunut täyteen määrään. Laki valtion eläkerahastosta 6 §:n 2 momentin mukaisesti täyteen määrään rahaston katsotaan karttuneen, kun rahastoidut varat vastaavat 25 %:n määrää eläkkeistä aiheutuvasta eläkevastuusta. Laki valtion eläkerahastosta 7 §:n 1 momentin mukaisesti loppuosa, tällä hetkellä 60 %, voidaan sijoittaa ja sijoittamisessa on huolehdittava muun muassa niiden varmuudesta, tuotosta, monipuolisuudesta ja hajauttamisesta.

Vuonna 2014 Valtion Eläkerahastosta siirrettiin valtion talousarvioon yhteensä noin 1,73 miljardia euroa¹⁶¹. Sijoitettaviksi varoiksi jäi vuonna 2014 noin 2,59¹⁶² miljardia euroa. Sijoitusalkun suuruus vuoden 2014 lopussa oli 17,6 miljardia euroa¹⁶³.

Kunnallisen eläkelain 8 luvun 108 §:n mukaan eläkkeen maksaa kunnallinen eläkelaitos ja 9 luvun 131 §:n mukaisesti eläketurva rahoitetaan jakamalla kulut jäsenyhteisöjen, kuntien ja kuntayhtymien, kesken. Kunnallisen eläkelain 9 luvun 135 §:n mukaisesti osa perityistä eläkkeistä siirretään eläkevastuurahastoon, josta varoja sijoitetaan kunnallisen eläkelaitoksen (KEVA) toimesta siten, että on huolehdittu sijoitusten varmuudesta, tuotosta ja rahaksi muutettavuudesta sekä hajauttamisesta. Rahastointi aloitettiin 1980-luvun lopulla, kun katsottiin, että myös kunnallisten eläkemenojen rahoitukseen tulisi varautua rahastoimalla eläkevaroja tulevien vuosien henkilökunnan kasvuennusteesta ja siitä seuraavasta eläkemenojen kasvusta johtuen. Silloin ennustettiin, että eläkemenojen maksimitaso saavutettaisiin noin 2020-luvun puolivälin aikoihin.¹⁶⁴ Tällä hetkellä julkishallinnon rahastoja kasvatetaan sijoitustuotoilla, sekä keräämällä eläkevakuutusmaksuja ja verorahoitusta enemmän kuin eläkemenot ovat, ja siksi rahastot toimivat puskurirahastoina, eikä varoja käytetä tällä hetkellä maksulla olevien eläkkeiden rahoittamiseen. 2020-luvulla tilanne tulee muuttumaan, ja silloin rahastoista rahoitetaan suuri osa eläkkeistä.¹⁶⁵

Vuoden 2014 lopussa Kevan hoidossa olevan eläkevastuurahaston suuruus oli 41,4 miljardia euroa¹⁶⁶.

3 Eläkevarojen rahastointi ja sijoittaminen

¹⁶¹ Valtion Eläkerahasto. Päätehtävä 2015.

¹⁶² Vuonna 2014 Valtion Eläkerahastosta siirretyt varat Valtion talousarvioon (ks. oma laskelma, liite 2).

¹⁶³ Valtion Eläkerahasto. Avainluvut 2014.

¹⁶⁴ Perttula 1987, 34.

¹⁶⁵ D' Ambrogi-Ola 2013, 134-135.

¹⁶⁶ Keva. Tietoa meistä 2015.

Suomessa on kerätty eläkevaroja kansaneläkelain säätämisestä alkaen 1939. Silloinen laki perustui säästöperiaatteeseen, eli osa kerätystä eläkevaroista rahastoitui ja sijoitettiin¹⁶⁷. Hallituksen esityksessä Eduskunnalle kansanvakuutuslaista (HE 26/1936) esitettiin sovellettua yksilöllistä vakuutusmaksunvarausjärjestelmän mallia, jossa vakuutusmaksuina kerättävillä varoilla edistettäisiin pääoman muodostusta sijoitettuna tuotannollisiin tarkoituksiin¹⁶⁸. Voimalaitokset olivat yksi tärkeistä sijoituskohteista tuolloin. Sittemmin säästämisen periaate kumottiin vuoden 1956 kansaneläkelakimuutoksen yhteydessä.¹⁶⁹

Sen sijaan yksityisen alan työeläkejärjestelmässä osittaista rahastointia on sovellettu alusta alkaen vuodesta 1962. Suomessa lakisääteinen eläkejärjestelmä toimii osittain jakojärjestelmän ja osittain rahastoivan järjestelmän mukaisesti.¹⁷⁰ Osa vuosittain perityistä eläkevaroista jaetaan takaisin maksettavina eläkkeinä, kuten tällä hetkellä pääosin julkisen sektorin eläkkeet¹⁷¹ ja osassa, eli yksityisillä aloilla, osa jaetaan takaisin maksettavina eläkkeinä, ja osa rahastoidaan vuosittain etukäteen. Pelkästään jakojärjestelmäisen eläkejärjestelmän toteuttamisen, kun kunkin vuoden eläkemeno katetaan saman vuoden eläkemaksulla, heikkoudeksi katsottiin se, että jos palkkasumman suhde eläkemenoon alenee, muun muassa ikärakenteen, ansiotason tai työllisyysasteen vaihteluista johtuen, eläkemaksut nousevat. Rahastoivan järjestelmän eduksi on katsottu tulevien sukupolvien maksutaakan tasaaminen, eli sijoitustoiminnan tuotoilla hillitään eläkemaksujen korotuspaineita¹⁷², ja maksutaakan tasaamiseen liittyvien epävarmuustekijöiden hallitseminen.¹⁷³ Vuodesta 2004 alkaen rahastoidun osan kasvatamisen perustaksi on muodostunut eläkelaitosten keskimääräinen vakavaraisuustilanne¹⁷⁴. Eläkelaitokset ovat sen mukaisesti velvollisia korottamaan rahastoja rahastokoron (3 %) verran ja täydentämään vastaavalla määrällä vanhuuseläkevastuitaan vanhuus-, työkyvyttömyys- ja työttömyyseläkevastuiden täydennyskertoimella¹⁷⁵. Rahastot kasvavat enemmän hyvässä vakavaraisuustilanteessa. Jos keskimääräinen vakavaraisuus jää tietyn rajan alle, rahasto ei täydenny lainkaan. Vakavaraisuustilanteesta riippuu se, kuinka nopeasti rahastokoron (3 %) ylittävät sijoitustuotot siirtyvät vanhuuseläkkeiden rahastoituihin osiin. Edellä mainittua tekniikkaa kutsutaan täydennyskerrointekniikaksi.¹⁷⁶ Eläkelaitosten vakavaraisuudesta säädetään sekä laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997) että eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laske- misesta ja vastuuvelan kattamisesta annetussa laissa (1114/2006). Vakavaraisuuslainsäädäntö

¹⁶⁷ Rantala - Kivisaari 2014, 107.

¹⁶⁸ HE 26/1936, 34.

¹⁶⁹ Rantala - Kivisaari 2014, 107.

¹⁷⁰ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 392.

¹⁷¹ Tela. Työeläkevakuuttajien vastuut ja vakavaraisuus.

¹⁷² Vatanen 2013, 179.

¹⁷³ Johansson - Lassila - Niemelä 2011, 76.

¹⁷⁴ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 397.

¹⁷⁵ Eläketurvakeskus. Eläketurvakeskuksen käsikirjoja 2010:1. Työeläkkeiden kustannusten- jako, 144.

¹⁷⁶ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 397.

on muuttumassa 1.1.2017. Vakavaraisuuden sääntelyä ja lainsäädännön tulevia muutoksia käsitellään tarkemmin kohdassa 3.2.1 Vakavaraisuussääntely.

Kolmannes vuosittain kerättävistä eläkevaroista on rahastoitu¹⁷⁷. Kukin yksittäinen eläkelaitos vastaa siitä rahastoidusta eläkkeenosasta, johon työntekijä on vakuutettu¹⁷⁸. Rahastoitujen eläkevarojen kokonaismäärä vuonna 2014 oli noin 173 miljardia euroa, josta noin 110 miljardia euroa tuli yksityiseltä sektorilta¹⁷⁹.

3.1 Sijoitusuudistus

Sijoitustoiminta oli suurimmassa määrin takaisinlainausta ensimmäisen neljännesvuosisadan ajan 1960-luvun alusta alkaen¹⁸⁰. Tällöin yritykset saivat lainata takaisin sen osan eläkelaitoksille maksamistaan työeläkemaksuista, joita ei käytetty juoksevien eläkkeiden hoitamiseen ja hallintokuluihin, eli rahastoitavaan osaan¹⁸¹. Lisäksi vakuutuslaitokset antoivat yli vuoden pituisia sijoituslainoja. Vakuutuslaitoksille kertyneitä rahastoitavia varoja käytettiin tarpeelliseksi katsottujen yritysten toiminnan tai rakennemuutosten edistämiseen.¹⁸² Takaisinlainauksen laskuperustekorko oli alussa sama kuin rahastokorko, 5 %¹⁸³. Tämän jälkeen takaisinlainauksen laskuperustekorkoa nostettiin useaan otteeseen ja 1990-luvulta alkaen se on seurannut yleisen korkokannan muutoksia¹⁸⁴. Takaisinlainauksen määrä aleni radikaalisti 1990-2013 63 %:sta 4 %:iin¹⁸⁵. Työeläkesijoitusten kohdentumista ei seurattu tarkasti ensimmäisten vuosikymmenten aikana eikä hajautetusta järjestelmästä ole koottuja tilastoja. Rahastointi kuitenkin monipuolisti Suomen luottomarkkinoita.¹⁸⁶ Eläkevaroja sijoitettiin takaisinlainauksen ohella muun muassa kiinteistöihin ja valtion obligaatioihin¹⁸⁷.

Rahoitusmarkkinat vapautuivat Suomessa 1980-luvun lopulla¹⁸⁸ ja eläkelaitokset saattoivat suunnata sijoitukset monipuolisemmin¹⁸⁹. Katsottiin, että rahoitusmarkkinoilla tapahtunut muutos; korkosääntelyn muutos, määrällisten rajoitusten poistaminen ja ulkomaiset lainat mahdollistivat myös eläkesijoitustoiminnan liittymisen kiinteämmin ”markkinamekanismiin”¹⁹⁰ ja eläkevaroja sijoitettiin etenkin kiinteistöihin ja osakkeisiin, vaikkakin vakuussäädökset

¹⁷⁷ D’Ambrogio-Ola 2013, 130.

¹⁷⁸ Hilli - Pennanen 2011, 76-81.

¹⁷⁹ Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhtiöt.

¹⁸⁰ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 404.

¹⁸¹ KM 1991:44, 83-87.

¹⁸² Hannikainen - Vauhkonen 2012, 405.

¹⁸³ Pentikäinen 1997, 62.

¹⁸⁴ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 406.

¹⁸⁵ Rantala - Kivisaari 2014, 108.

¹⁸⁶ Leinonen 1970, 15-18.

¹⁸⁷ Junttila S., Kantola R., Parmanne P. ym. 1996, 27.

¹⁸⁸ Lauriala 2004, 14.

¹⁸⁹ Rantala - Kivisaari 2014, 108.

¹⁹⁰ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 418.

estivät edelleen niihin sijoittamista. Pörssiyhtiöiden osakkeita hyväksyttiin eläkeyhtiöiden katteeseen vain 60 %:sti niiden käyvästä arvosta. Vastaavasti asunto- ja kiinteistöosakkeet hyväksyttiin 85 %:n arvosta.¹⁹¹ 1990-luvun lamavuosien aikana sijoittaminen kohdistui enenevässä määrin, jo kolmannes koko sijoituskannasta, valtion obligaatioihin, koska ne täyttivät työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnalle asetetut tuotto- ja turvaavusvaatimukset¹⁹². Eläkeyhtiöiden merkitystä sijoittajana valtion lainamarkkinoilla korosti kansantalouden tilinpidossa vuonna 1993 toteutettu muutos, kun vakuutusyhtiöt siirrettiin kuuluvaksi julkiseen sektoriin¹⁹³, eli Tilastokeskus muutti työeläkelaitosten määrittelyn vakuutuslaitossektorista sosiaaliturvarahastoihin. Tämän katsottiin selkeyttävän kansainvälistä vertailtavuutta¹⁹⁴ ja tuotti samalla erityisesti sen, että Suomen Euroopan Unioniin liittymisen myötä tätä osaa valtion velasta ei luettu niin sanottuun EMU-velkaan¹⁹⁵.

Jotta eläkejärjestelmästä ei olisi tullut valtion velan rahoittaja¹⁹⁶ ja lamanaikaisen Suomen reaaliatalouden kilpailukyvyn kohentaja, tarvittiin sijoitustoiminnalle muutos, ja vuonna 1997 Suomessa toteutettiin sijoitusuudistus¹⁹⁷. Uudistuksen tärkeinä tavoitteina pidettiin niin sijoitusmahdollisuuksien monipuolistamista kuin sijoitustuottojen parantamista¹⁹⁸. Sijoitusuudistuksessa toimintapääoman (1.1.2013 alkaen vakavaraisuuspääoma¹⁹⁹) vähimmäispääomaa korotettiin ja se riippui jatkossa eläkeyhtiön sijoitusjakaumasta, jossa huomioitiin sijoitusinstrumenttien erilaiset riskit. Lisäksi vakavaraisuusmekanismia seurattaisiin tarkoin ja jatkossa asetettujen lisärajojen alitus varoittaisi vakuutusyhtiötä ja sen valvontaa yhtiön heikentyneestä tilasta, jolloin vakavaraisuutta tulisi parantaa esimerkiksi voitonjakoa rajoittamalla. Vakavaraisuussäännöstöön tuli myös muita vaatimuksia koskien esimerkiksi omaa pääomaa ja tasoisuustasua.²⁰⁰ Tässä yhteydessä rahastokorko aleni 5 %:sta 3 %:iin ja tuotto, joka saataisiin rahastokoron ylittävältä osalta, käytettäisiin varsinaisen vakuutusteknisen vastuun täydentämiseen. Laskuperustekorko, joka vuonna 1996 oli 6 %, säilytettiin vastaavana hallinnollisesti määräytyvänä tuottovaatimuksena. Tämän jälkeen korkoero rahastokorkoon (3 %) käytettäisiin rahastojen vahvistamiseen.²⁰¹ Uudistettujen vakavaraisuussäännösten myötä sijoituksia voitiin toteuttaa riskillisempiin sijoituslajeihin ja ulkomaisiin kohteisiin. Euroalueeseen liittyminen lisäsi näiden sijoitusten osuutta ja tänä päivänä eläkelaitokset ovat nykyaikaisia

¹⁹¹ Valkonen T. 1992, 15-17.

¹⁹² Junttila S., Kantola R., Parmanne P. ym. 1996, 143.

¹⁹³ Suomen pankin keskustelualoitteita 24/96. Suomalaisen vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta, 37.

¹⁹⁴ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 433.

¹⁹⁵ Sailas - Tuukkanen, 1997, 578.

¹⁹⁶ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 426.

¹⁹⁷ Sorsa, 2010, 106.

¹⁹⁸ HE 241/1996, Tavoitteet ja keinot niiden saavuttamiseksi.

¹⁹⁹ HE 9/2012, 3.2 Keskeiset ehdotukset.

²⁰⁰ HE 241/1996, Keskeiset ehdotukset.

²⁰¹ HE 241/1996, Rahoitusta koskevat ehdotukset.

portfoliosijoittajia, jossa sijoituskohteet ovat hajautettuja moniin eri alueisiin ja lukuisiin erilaisiin sijoituslajeihin.²⁰²

Sijoitusuudistuksen pyrkimys oli myös, että sijoitustoiminnasta päättäisi itsenäisesti työeläkevakuutusyhtiöt oman henkilökunnan toimesta, tai se voisi tarvittaessa ostaa siihen liittyviä täydentäviä palveluita muilta toimijoilta, jos se sijoittamistoiminnan kannalta olisi välttämätöntä. Tällaisia, laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997) 9:27 §:n 4 ja 5 kohtien mukaisia, täydentäviä palveluita voivat olla muun muassa markkinointi-, myynti-, laskentatoimi-, lakiasian-, koulutus-, tai konttoripalvelut ja niiden ostaminen toisilta vakuutusyhtiöiltä. Lisäksi täydentäviksi palveluiksi katsotaan varojenhoitopalvelujen ja sijoitustoiminnan asiantuntijapalvelujen, kuten markkina-analyysien hankkiminen ja ulkomaiseen sijoitustoimintaan liittyvät asiantuntijapalvelut, ostaminen yhtiön ulkopuolelta. Myös sijoitustoimintaan liittyviä aputoimintoja ja niihin rinnastettavia palveluja voidaan ostaa yhtiöiden ulkopuolelta, kuten luottotietojen toimittaminen, yritystutkimukset sekä kiinteistöjen huoltoon liittyvät teknisluontoiset palvelut. Palveluja voidaan ostaa myös rahastoyhtiöiltä, jotka hoitavat tavallisesti niille hoidettaviksi annettu sijoitusvaroja, joita he eivät itse omista. Eläkevakuutusyhtiöt voivat olla myös tällaisten rahastoyhtiöiden vähemmistöomistajina tai ne voivat tarvittaessa perustaa rahastoyhtiöitä sijoittamaan niiden omia varoja markkinoille.²⁰³ Laki työeläkevakuutusyhtiöistä 9 luvun 27 §:n 5 kohdan mukaisesti vakuutusvalvontavirasto antaa teknisiä määräyksiä koskien edellä mainittuja vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa täydentäviä varainhoitopalveluja, sijoitustoiminnan asiantuntijapalveluja sekä aputoimien palveluja.²⁰⁴

3.2 Eläkevarojen sijoittamisen sääntelyt

Euroopan unionilla on merkittävä rooli suomalaisen vakuutustoiminnan ja siihen liittyvän lainsäädännön kehittämisessä²⁰⁵. Suomi liittyi Euroopan Talousalueeseen ETAAN vuonna 1994 ja Euroopan Unionin EU:n jäseneksi 1995 (Euroopan Yhteisö, EY 30.11.2009 asti²⁰⁶). Jo ETAAN liittymisen yhteydessä vakuutusyhtiölain toimintapääomaan liittyviä vaatimuksia uudistettiin, jonka mukaisesti henkivakuutustoiminnan katsottiin kuuluvan vapaan kilpailun piiriin (kirjaus 1. henkivakuutusdirektiivin 4 artiklaan²⁰⁷). Työeläkeyhtiöt saatiin pidettyä ensimmäisen henkivakuutusdirektiivin soveltamispiirin ulkopuolella.²⁰⁸ Tilastokeskuksen vuonna 1993 tekemän päätöksen mukaisesti työeläkelaitosten määrittelyä institutionaalisessa sektoriluokituksessa ja

²⁰² Sorsa 2010, 107.

²⁰³ HE 255/1996, keskeiset ehdotukset.

²⁰⁴ HE 221/2002, yksityiskohtaiset perustelut.

²⁰⁵ Rantala - Kivisaari 2014, 125.

²⁰⁶ European Commission, Press release Database. Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, lehdistötiedote nro 104/09.

²⁰⁷ Louekoski 1997, 624.

²⁰⁸ HE 279/2014, Euroopan Unionin lainsäädäntö.

kansantalouden kirjanpidossa muutettiin siten, että laitokset, mukaan lukien työttömyyskassat keskuskassoihin sekä koulutus- ja erorahasto (ja Valtion Eläkerahasto²⁰⁹), siirrettiin vakuutuslaitossektorista sosiaaliturvarahastoihin²¹⁰. Tästä johtuen työeläkeyhtiöiden toiminta Suomessa rajattiin laki työeläkevakuutusyhtiöistä 1 luvun 3 §:n mukaisesti koskemaan vain erikseen työeläkelainsäädännössä tarkoitettua toimintaa, kattaen siihen suoraan liittyvän jälleenvakuutuksen. Myös eläkelaitosten vakavaraisuutta koskevat säännökset ovat kansallista lainsäädäntöä, josta on tehty kirjaus vakuutusyhtiöiden vakavaraisuussäätelyä koskevaan ns. Solvenssi II-direktiiviin²¹¹. Henkivakuutusdirektiivin katsotaan kuitenkin muutoin koskevan sellaista sosiaalivakuutuslainsäädäntöön perustuvaa, elinikään liittyvää toimintaa, silloin kun vakuutusyhtiöt harjoittavat sitä omalla vastuullaan²¹². Työntekijän eläkelain 12 luvun 174 §:n mukaan Suomessa yksittäinen eläkevakuutusyhtiö, - säätiö tai - kassa vastaa vanhuuseläkkeen rahastoitua osaa.

Lakisäateistä työeläkejärjestelmää ohjaavat, valvovat ja tarkastavat Sosiaali- ja terveysministeriö sekä Finanssivalvonta. Sosiaali- ja terveysministeriössä muun muassa valmistellaan eläkeisiin liittyvää lainsäädäntöä sekä koordinoidaan EU:n piirissä toteutuvaa kansainvälistä yhteistyötä. Finanssivalvonta, suomalaisena rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomaisena, osallistuu eurooppalaisten valvontaviranomaisten (ESAT) toimintaan ja sen tehtävänä on finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 1 luvun, 3 b§:n 2 momentin 1-3 kohtien mukaisesti viestittää valtiovarainministeriölle ja sosiaali- ja terveysministeriölle, kun Euroopan Keskuspankissa valmistellaan säädöstä, Euroopan valvontaviranomaisessa on vireillä teknisen standardin tai ohjeen valmistelua, tai jos edellä mainittujen viranomaisten lisäksi Euroopan järjestelmäriskikomiteassa on vireillä asia, joilla voi olla vaikutusta Suomen lainsäädäntöön.²¹³ Finanssivalvontalain 1 luvun 1 §:n mukaisesti sen tavoitteena on sille valvottaviksi säädettyjen toimijoiden osalta, että niiden toiminta on vakaata, että se voi turvata vakuutettujen etuja, sekä että se voi saada yleistä luottamusta finanssimarkkinoiden toimintaan. Finanssivalvontalain 2 luvun 4 §:n 2 momentin 3 kohdan mukaisesti sen valvottavina toimijoina ovat muun muassa työeläkelaitokset ja rahastoyhtiöt. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa säädellään lainsäädännön, säännösten ja erilaisten vaatimusten kautta (esimerkiksi vastuuvelan kattaminen, vakavaraisuussäätely, hallituksen sijoitussuunnitelma ja riskienhallinta)²¹⁴.

²⁰⁹ Tilastokeskus 2010. Muistio päätöksestä Valtion eläkerahaston sektoriluokitukselta.

²¹⁰ Tilastokeskus 1993. Päätös työeläkelaitosten luokittelusta institutionaalisessa sektoriluokituksessa.

²¹¹ HE 279/2014, Euroopan Unionin lainsäädäntö.

²¹² Skinnari 1997, 558-559.

²¹³ Rantala - Kivisaari 2014, 120-121.

²¹⁴ Tuomikoski 2013, 167.

Eläkevarojen sijoitustoimintaa säätelee sijoitusrahastolaki (480/1987), joka astui voimaan 8.5.1987, ja jota lakia muutettiin 9.8.1993 (748/1993) ja joka kumottiin nykyisellä sijoitusrahastolailla (48/1999), joka astui voimaan 1.2.1999, arvopaperimarkkinalaki (495/1989), joka astui voimaan 1.8.1989, ja joka kumottiin nykyisellä arvopaperimarkkinalailla, (746/2012), joka astui voimaan 1.1.2013 alkaen, sekä kiinteistörahasolaki (1173/1997), joka astui voimaan 1.3.1998. Lisäksi sijoitustoimintaan vaikuttavat kaikki muut lainsäädännöt koskien arvopaperimarkkinoita, säilytys- ja selvitystoimintaa, sijoituspalvelu yrityksiä, sijoitus- ja kiinteistörahasoja, luotto- ja rahoitustoimintaa ja yhteisöjä sekä Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet sekä ESMAN (European Securities and Markets Authority²¹⁵) ohjeet ja suositukset²¹⁶.

Eläkelaitokset käyttävät käytännön sijoitustoiminnassaan ohjausvälineenä sijoitussuunnitelmaa, jonka työeläkelaitoksen hallitus laatii ja pitää ajan tasalla, peilaten sitä toimintaympäristöön ja kehitysnäkymiin ja niiden riskeihin. Sijoitussuunnitelmassa sovitaan sijoitustoiminnan yleisistä tavoitteista, määritellään lyhyen ja pitkänaikavälin tuottotavoitteet sekä vaatimukset riskienhallinnalle, sovitaan yleisistä hajautustavoitteista ja valuuttaliikkeen järjestämisestä sekä sovitaan sijoituksille likviditeetti- ja turvaavuustavoitteet. Sijoitussuunnitelmassa eläkelaitosten hallitukset päättävät myös miten sijoitustoiminnan rajoja sovelletaan yksittäiseen sijoituskohteeseen ja sopivat perusteista mahdollisesti käytettävien johdannais-sopimusten osalta.²¹⁷

3.2.1 Vakavaraisuussäätely

Työeläkelaitosten vastuunkantokykyyn kuuluu vastuuvelan (käsitelty aiemmin kohdassa 2.4.1) kattaminen siihen sopivalla omaisuudella. Omaisuuden arvo voi kuitenkin heilahdella sijoitusmarkkinoiden heilahteluista johtuen, ja siksi eläkelaitoksen tulee huolehtia siitä, että vastuuvelan määrä on todellakin joka heti katettuna. Siksi omaisuutta on oltava enemmän kattamaan arvon heilahtelut.²¹⁸ Työeläkelaitosten kykyä selviytyä velvoitteistaan säädellään vakavaraisuussäätelyllä, jonka mukaisesti kullekin eläkelaitoksille lasketaan oma vakavaraisuusraja²¹⁹. Laki työeläkevakuutusyhtiöstä 7 luvun 17 §:n mukaisesti vakavaraisuusraja tarkoittaa teoreettisesti määriteltyä rajaa, joka vastaa yhden vuoden vakavaraisuuspääoman tarvetta, huomioiden vakuutusliikkeen ja sijoitusten riskit sekä sijoitusten jakautuminen eri omaisuuslajeihin (1.1.2017 alkaen huomioiden vakuutusliikkeen ja sijoitusten riskit). Lain 7 luvun 16 §:n mukaisesti, mukaan lukien 16 a-f §:t (16 d § 7 kohta ja 16 e § muutokset sekä 16 f §, 1.1.2017 alkaen), vakavaraisuuspääomalla tarkoitetaan määrää, jolla työeläkevakuutusyhtiön varat ylittävät yhtiön velat ja muut niihin rinnastettavat sitoumukset. Vakavaraisuuspääoman

²¹⁵ ESMA (European Securities and Markets Authority).

²¹⁶ Luhtanen & Korhonen 2013, VII-VIII.

²¹⁷ Vatanen 2013, 188-189.

²¹⁸ Tuomikoski 2013, 166.

²¹⁹ Korpiluoma ym. 2011, 34.

on tarkoitus olla puskuri, joka vahvistaa eläkelaitosten riskinkantokykyä, kun pääomien käyttöä on tehostettu²²⁰. Vähimmäispääomavaatimus 1.1.2013 alkaen on ollut kolmasosa vakavaraisuusraja²²¹. Vakavaraisuuspääoman enimmäismäärä on vakavaraisuusrajan nelinkertainen määrä (1.1.2017 alkaen kolminkertainen määrä²²²)²²³. Vakavaraisuusrajan, mukaan lukien aiemmin 2.4.1 kohdassa mainittu vastuuvetäjä, määrän laskemisesta ja kattamisesta säädetään laki työeläkevakuutusyhtiöistä 15 §:n mukaisesti siten kuin niistä säädetään eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvetäjän kattamisesta annetussa laissa (1114/2006). Lainsäädäntö, sekä lain työeläkevakuutusyhtiöistä, että vakavaraisuusrajan laskemisesta, on muuttumassa. Nykyistä, laki työeläkevakuutusyhtiöistä 15 §:ää on 20.3.2015 muutettu (Laki työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta 309/2015), muutos astuu voimaan 1.1.2016, ja muutos on samana päivänä, 20.3.2015 (Laki työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta 318/2015), kumottu, kumous astuu voimaan 1.1.2017. Samoin laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvetäjän kattamisesta (1114/2006) on kumottu 20.3.2015 ja uusi laki, laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta (315/2015) astuu voimaan 1.1.2017.

Nykyisen voimassa olevan lainsäädännön mukaisesti kukin eläkelaitos kattaa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvetäjän kattamisesta annetun lain 3 luvun 12 §:n mukaisesti vastuuvetäjän sijoituksillaan ja 2 luvun 3 §:n yleissäännöksen mukaisesti sijoitustoiminnan on oltava tarkoituksenmukaisesti hajautettua. Nykylainsäädännön tulkinnan mukaisesti vastuuvetäjää vakuutusmatemaattisesti määriteltäessä huomioidaan erilaiset satunnaisvaihtelut, kuten kuolevuus ja työkyvyttömyyseläkkeiden alkavuus²²⁴ sekä lisäksi eläkevarojille kertyvä sijoitustuotto sille ajalle, jonka ne ovat eläkelaitoksessa. Tulevaisuudessa maksettaville eläke-erille lasketaan vastuuvetäjän laskentahetken mukainen nykyarvo 3 %:n diskonttokorolla, eli rahastokorolla (oli 5 % 1.7.1962 - 30.4.1997²²⁵)²²⁶. Vastuuvetäjälle tulee olla katetta riippumatta siitä, miten sijoitusten arvot tai tuotot heilahtelevat²²⁷. Tästä syntyvä eläkevastuu on se pääoma-arvo, jonka keskimäärin tulee riittää kyseisen eläkkeen rahastoidun osan kustantamiseen tulevan eläkkeen alkamishetkellä tai jo maksussa olevan eläkkeen loppumiseen asti. Tämä edellyttää, että kyseiselle rahamäärälle on saatu laskennassa käytetyn rahastokoron mukainen 3 %:n mukainen tuotto²²⁸. Tämä tarkoittaa vähimmäistuoton määrää pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle, joka jokaiselta työeläkevakuutuslaitokselta vähintään vaaditaan²²⁹.

²²⁰ HE 16/2015, 15.

²²¹ Finanssivalvonta. Pankki- ja vakuutussektorien vakavaraisuus 2015, 3.

²²² HE 279/2014, yksityiskohtaiset perustelut.

²²³ Varma. Sanasto. Osaketuottosidonnainen lisäakuutusvastuu 2014.

²²⁴ Tuomikoski 2013, 154.

²²⁵ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 397.

²²⁶ Korpiluoma ym. 2011, 19.

²²⁷ Tuomikoski 2013, 155.

²²⁸ Korpiluoma ym. 2011, 19.

²²⁹ KM 1991:44, 22-23.

Tänä päivänä Eläketurvakeskus, joka on työeläketurvan kehittämiseen ja toimeenpanoon keskittyvä lakisääteinen yhteistyöelin²³⁰, käyttää omissa raportoinneissaan ja peruslaskelmissaan pitkän aikavälin reaalityttö-olettamana 3,5 % (tuottojen ja kuluttajahintojen muutoksen ero²³¹)²³².

Vuonna 2014 eläkevakuutuslaitosten keskimäärin saatu tuotto sitoutuneelle pääomalle oli noin 7,4 %, kun 5 viimeisen vuoden aikana tuotot ovat olleet keskimäärin noin 6,7 %. Vuosien 1998-2014 välillä sijoitusten keskimääräinen tuotto oli noin 5,7 %.²³³ Koko toimialalla, mukaan lukien Kuntien Eläkevakuutus ja Valtion Eläkerahasto, reaalityttö keskimäärin on ollut noin 4,2 % vuosien 1997-2014 välillä. Näin alalla toteutunut tuottokehitys on ollut vahvempaa kuin vaadittu vähimmäistulon määrä 3,5 %.²³⁴

Laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta, joka astuu voimaan 1.1.2017, vastuuvelan kattaminen on kumottu tarpeettomana, koska vakavaraisuusrajaa laskettaessa huomioidaan koko sijoitusomaisuus ja riskeihin varaudutaan eläkelaitoksen koko sijoitusomaisuuden osalta, ei enää vastuuvelan määrälle, kuten nyt vielä voimassa olevalla lainsäädännöllä 31.12.2016 asti²³⁵. Edellä mainitulla laskentamallilla saadaan kuvattua se, kuinka koko sijoitusomaisuus ja vastuovelka muuttuvat tappioriskin toteutuksessa²³⁶. Vakavaraisuusraja, joka lain eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 3 luvun 23 §:n 2 kohdan mukaisesti on vähintään 5 % sijoitusten määrästä, säilyy uuden lain myötä samana, mutta eläkelaitosten tulee jatkossa tunnistaa kuhunkin sijoitukseen liittyvät olennaiset riskit, ja siksi vakavaraisuuslaskennassa samaan sijoitukseen voi kohdistua useita eri riskejä²³⁷.

3.2.2 Riskiluokat

Sijoitusriskit jaetaan usein markkina-, vastapuoli- ja maksuvalmiusriskeihin²³⁸. Markkinariskeiksi katsotaan heilahtelut sijoitusmarkkinoilla, esimerkiksi korkotasojen, osakehintojen tai kiinteistöhintojen vaihtelun takia. Vastapuoliriski tarkoittaa riskiä sopimuksen vastapuolen ti-
lasta, esim. velallisen maksukyvyttömyystilanteessa voi lainan arvo romahtaa, esimerkkinä va-

²³⁰ Eläketurvakeskus. Työeläkejärjestelmän puolueeton asiantuntija.

²³¹ Tela. Keskituoton laskenta. Keskimääräisen reaalityttöprosentin laskenta 2011.

²³² Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 4 ja Vatanen 2013, 181.

²³³ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 38.

²³⁴ Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 4.

²³⁵ HE 279/2014, esityksen pääasiallinen sisältö.

²³⁶ HE 279/2014, taloudelliset vaikutukset.

²³⁷ HE 279/2014, keskeiset ehdotukset.

²³⁸ Rantala - Kivisaari 2014, 201.

kuudeton joukkovelkakirjalaina. Maksuvalmisriskitilanteessa vakuutusyhtiö ei korvausmaksutilanteessa pysty nopeasti muuttamaan sijoitustaan rahaksi tai joutuu myymään sijoituskohteen siitä odotettua hintaa alemmalla hinnalla. Tämä riski on epätodennäköinen eläkevakuuttamisen osalta, mutta voi toteutua esimerkiksi suuronnettomuuden seurauksena jälleenvakuuttamistoiminnassa.²³⁹ Tosin finanssikriisin jälkeen 2010 eläkeyhtiöt olisivat saattaneet joutua myymään riskipitoisimpia osakkeitaan, ellei voimassa olisi ollut vuonna 2008 asetettua eläkelaitosten sijoitustoimintaa ja vakavaraisuutta koskevien säännösten määräaikaishallintaa (853/2008)²⁴⁰.

Nykyisen voimassa olevan lain, laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuun kattamisesta 2 luvun 4 §:n mukaisesti on eläkelaitoksen luokiteltava sijoituksensa ryhmiin (7 ryhmää²⁴¹), jotka lain 6 § mukaisesti ovat rahamarkkinavälineet, joukkovelkakirjalainat ja velkasitoumukset, kiinteistöt, osakkeet sekä erinäiset sijoitukset, mukaan lukien lain 7 §:n mukaiset johdannaissovitukset sekä lain 8 §:n mukaiset välilliset sijoitukset; osuudet yhteissijoitusyrityksissä ja kiinteistörahastoissa. Edellä mainituissa sijoitusryhmissä sijoitusten riski kasvaa ryhmittäin, ensimmäisen riskiryhmän sisältäessä vähäriskisimmiksi katsotut sijoitukset²⁴².

Laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta, joka astuu voimaan 1.1.2017, nyt voimassa olevaa periaatetta sijoitusten luokittelusta eri sijoitusryhmiin ei enää katsottu olevan riittävä, koska erilaiset sijoitustuotteet ovat monimutkaistuneet eikä nykyisin mukainen sijoitusluokittelu ja riskit vastaa enää toisiaan. Jokin osa riskeistä saattaisi jäädä laskennan ulkopuolelle, tai riskiin voisi sisältyä muita kuin kyseisessä luokassa nimettyjä riskejä. Sijoitusmarkkinoilla tapahtuva jatkuva kehitys on aiheuttanut sen, ettei joillekin sijoitustuotteille enää löytynyt sopivaa sijoitusluokkaa, ja ne olisi pitänyt luokitella joko lähimpään tai jakaa useampaan luokkaan ja silloin ei enää olisi päästy hyvään riskivastuuseen.²⁴³ Uuden lain tavoitteena onkin saattaa voimaan tilanne, jossa eläkelaitosten sijoitustoiminnassa voidaan ottaa huomioon kaikki olennaiset riskit mukaan lukien vakuutusriskit, vielä nykyistä tarkemmin ja kattavammin ja niin, että riskilähteet ja niiden luonne voidaan tunnistaa ja saada riskeistä riittävän oikea kuva²⁴⁴. Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 1 luvun 2 §:n mukaisesti vakavaraisuusrajaa laskettaessa on huomioitava toimintaan liittyvät, lain 3 luvun 11 §:ssä tarkemmin määritellyt, riskiluokkien mukaiset riskit siten, että kussakin sijoituksessa on otettava huomioon kaikki si-

²³⁹ Rantala - Kivisaari 2014, 181-183.

²⁴⁰ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 445.

²⁴¹ HE 79/2006, vakavaraisuus.

²⁴² HE 79/2006, vakavaraisuus.

²⁴³ HE 279/2014, nykysääntelyn arviointi.

²⁴⁴ HE 279/2014, tavoitteet.

joitukseen kohdistuvat olennaiset riskit. Esimerkkejä lain 3 luvun 11 §:n mukaisista riskiluokista on muun muassa **osakeriski** (osakkeiden hintojen vaihtelut²⁴⁵); koskien ETA valtioita, Sveitsiä, USA:ta, Kanadaa, muita kehittyneitä valtioita ja kehittyviä valtioita sekä muita osakkeisiin, osuuksiin ja vastaaviin sijoituksiin sekä pääomarahastoihin kohdistuvia riskejä, **korkoriski** (korkotasojen vaihtelut²⁴⁶), **luottomarginaaliriski** valtion joukkovelkakirjalainoissa (yri-tyslainojen korkoriski); koskien muun muassa valtion joukkovelkakirjalainoja ja muita velkasitoumuksia, **kiinteistöriski** (kiinteistöomistusten hintojen muutokset²⁴⁷); asuinkiinteistöt, rakentamattomat kiinteistöt, kaupalliset ja muut rakennetut kiinteistöt, **valuuttariski** (valuuttakurssien muutokset²⁴⁸), hyödykeriski, **tuottovaatimusriski** (eläkelaitoksen saama tuotto jää alle vastuuvelan tuottovaatimusedellytysten, eläkelaitoksen vakavaraisuus alenee ja riskinkantokyky heikkenee²⁴⁹), vakuutusriski, jäännösriski sekä muut olennaiset sijoitusriskit. Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 3 luvun 12 §:n ja 13 §:n mukaisesti kullekin riskiluokalle lasketaan riskiarvo ja tuottoarvo.

3.2.3 Sijoitusten hajauttaminen

Yksi lakisääteisen eläkejärjestelmän tärkeistä tavoitteista on riskeiltä suojautuminen. Kattavassa eläkejärjestelmässä tuottoriskeiltä ei voi välttyä, mutta niitä voidaan pienentää laajan hajautuksen turvin.²⁵⁰ Eläketurvan toteutus hajautettuna myös usean organisaation välillä on katsottu luovan kilpailua eri eläkelaitosten asiakaspalvelun ja sijoitusten tuottojen osalta²⁵¹.

Jo vuoden 1936 hallituksen esityksessä eduskunnalle kansanvakuutuslaista (HE 26/1936) todettiin, että vakuutusmaksuista muodostuva rahasto kasvaisi vähitellen suureksi.²⁵² Varojen hoitoa varten perustetun kansanvakuutuslaitoksen tulisi esityksen mukaisesti sijoittaa varat siten, että se saisi kantaa niistä säännöllistä korkotuloa. Tällöin tarkoitukseen sopivina sijoituskohteina nähtiin varmat obligaatiot, erityisesti eri tuotantoaloja rahoittavien luottolaitosten tai itse tuotantoyritysten obligaatiot, ei kuitenkaan enempää kuin 20 % vakuutuslaitoksen kaikista sijoituksista. Samoin osakeyhtiöiden osakkeiden, ei kuitenkaan uusien yhtiöiden, katsottiin olevan hyvä sijoituskohde, erityisesti mahdollisimman monella eri alalla toimivien vakavaraisten yhtiöiden osakkeet, ei kuitenkaan enempää kuin 10 % saman yhtiön osakepääomasta. Näin välttyttäisiin toisaalta tappiovaaralta sekä tilanteelta, jossa vakuutuslaitos saisi määräysvallan jossain yhtiössä, joka ei ole vakuutuslaitoksen toimialan mukaisesti suotavaa.

²⁴⁵ Rantala - Kivisaari 2014, 182.

²⁴⁶ Rantala - Kivisaari 2014, 182.

²⁴⁷ Rantala - Kivisaari 2014, 182.

²⁴⁸ Rantala - Kivisaari 2014, 182.

²⁴⁹ HE 279/2014, Eläkelaitosten kannalta olennaiset riskit.

²⁵⁰ Tenhunen 2013, 49-50.

²⁵¹ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 12.

²⁵² HE 26/1936, 8.

Lisäksi riittävä määrä varoja tulisi tallettaa pankkeihin.²⁵³ Sittemmin, vuosikymmenten aikana toteutettujen rakenneuudistusten muutosten myötä²⁵⁴ kansaneläkkeen rahoitus toteutuu täysin verovaroin²⁵⁵. Työeläkevaroja on osittain rahastoitu työntekijän eläkelain säätämistä alkaen 1962. Eläkelaitosten eläkevarojen sijoittaminen oli 1990-luvun alkuun asti melko riskitöntä velkakirjalainausta²⁵⁶. Tänä päivänä eläkevarojen hajauttamisesta on säädetty eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta (kumoutuu 1.1.2017 voimaan tulevalla lailla eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta).

Tällä hetkellä voimassa olevan lain eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 2 luvun 3 §:n mukaisesti eläkelaitoksen on sijoitustoiminnassa huolehdittava sijoitusten tarkoituksenmukaisesta hajauttamisesta, huomioiden sijoitusten varmuus, tuotto, rahaksi muutettavuus sekä monipuolisuus, lisäksi eläkelaitoksen on, 2 luvun 4 §:n mukaisesti, luokiteltava sijoituksensa sijoitusryhmittäin. Hajauttaminen eri omaisuusluokkiin tasoittaa sijoitusten arvojen muutosriskiä koko sijoitusportfolion tasolla²⁵⁷. Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 12 §:n mukaisesti eläkelaitoksen on katettava vastuuvelkansa sijoituksillaan. Sijoitukset sisältävät kaikki eläkelaitosten vastuilla olevat suoritukset, jo maksettavina ovat, tai jo ansaitut mutta vasta myöhemmin alkavat eläkkeet²⁵⁸. Sijoitusten hajauttamisessa huomioidaan alue, valuutta, noteeraamattomat arvopaperit, kiinteistö, yhteisö sekä velkasitoumusten, eli lainasaamisten vakuudet sekä vakuudettomat velkasitoumukset.

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 13 §:n mukaisesti vastuuvelasta voidaan enintään 20 % kattaa sijoituksilla, jotka voivat sijaita ETA- ja OECD-valtioiden ulkopuolella (esimerkiksi Kiina, Intia, Venäjä, Nigeria, Etelä-Afrikka, Brasilia²⁵⁹), koskien sijoituksia metalleihin, energiaan, muihin raaka-aineisiin ja hyödykkeisiin sekä kiinnityksiin, oikeuksiin, koskien rakentamatonta maa-aluetta tai vesivoimalaitoksen käyttämää vesivoimaa sekä muihin erityisiin oikeuksiin mukaan lukien muihin laissa tarkoitettuihin sijoituksiin.

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 14 §:n mukaisesti enintään 20 % sijoituksista voi kohdistua muihin kuin euromääräisiin sijoituksiin

²⁵³ HE 26/1936, 34-35.

²⁵⁴ Eläketurvakeskus. Työeläke- ja kansaneläkelainsäädännössä tapahtuneita keskeisimpiä muutoksia vuosina 1956-2004.

²⁵⁵ Vaittinen - Tenhunen 2013, 92.

²⁵⁶ HE 79/2006, vakavaraisuus.

²⁵⁷ Vatanen 2013, 202.

²⁵⁸ Korpiluoma ym. 2011, 19.

²⁵⁹ Ks. Lista OECD-, ETA-, EU-, EURO- ja MUUT maat 2014-2015 (liite 3).

(esimerkiksi Skandinavian maat Ruotsi, Norja ja Tanska, Iso-Britannia sekä Yhdysvallat, Kiina, Intia, Venäjä, Nigeria, Etelä-Afrikka, Brasilia ym.).

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 15 §:n enintään 15 % sijoituksista voi kohdistua joukkovelkakirjalainoihin, osakkeisiin, osuuksiin ja muihin vastaaviin sitoumuksiin (ei koske kiinteistö-sijoituksia tai joukkovelkakirjalainoja, joilla on velallisenä takaajana laissa tarkemmin yksilöity julkisyhteisö, esimerkiksi ETA- tai OECD-valtio, kunta tai kuntayhtymä).

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 16 §:n mukaisesti enintään 10 % sijoituksista voi kohdistua kiinteistöihin (voi olla yksi tai useampi kiinteistö – yksi sijoitus), ja/tai niihin kohdistuviin oikeuksiin tai saataviin, tai velkasitoumukseen (lainasaamisiin), joiden vakuutena on kyseinen kiinteistö – yksi sijoitus.

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 17 §:n mukaisesti enintään 5 % sijoituksista voi kohdistua saman yhteisön joukkovelkakirjalainoihin, osakkeisiin, osuuksiin ja muihin vastaaviin sitoumuksiin ja saman velallisen antamiin velkasitoumuksiin.

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 17a §:n mukaisesti enintään 10 % sijoituksista voi kohdistua velkasitoumuksiin (lainasaamisiin), joiden vakuutena ovat sijoitukset samaan yhteisöön tai sen antama takaus tai takausvakuutus, jos yhteisölle on luokiteltu kansainvälisen luottoluokituslaitoksen määrittelemä luottoluokitus, joka vastaa luottoluokkaa 1 ja luottoluokan 2 kahta korkeinta luottoluokka-arvosanaa. Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta 3 luvun 18 §:n mukaisesti enintään 5 % sijoituksista voi kohdistua vakuudettomiin velkasitoumuksiin.

Vuonna 2014 rahastoiduista noin 173 miljardin euron eläkevaroista Suomeen sijoitettiin noin 45 miljardia euroa (26 %). Ulkomaille sijoitettiin loput noin 128 miljardia euroa (74 %). Tästä muulle euroalueelle sijoitettiin noin 43 miljardia euroa (25 %) ja euroalueen ulkopuolelle, kuten Yhdysvaltoihin, Iso-Britanniaan, Ruotsiin ja Japaniin sijoitettiin noin 85 miljardia euroa (49 %).²⁶⁰ Joukkovelkakirjoihin sijoitettiin yhteensä noin 59 miljardia euroa, joista 7 miljardia euroa (12 %) sijoitettiin Suomeen, 26 miljardia euroa (44 %) sijoitettiin muihin euroalueen maihin ja saman verran sijoitettiin euroalueen ulkopuolisiin maihin. Osakkeisiin, sisältäen osakerahastot, hedgefund- ja pääomasijoitukset, sijoitettiin yhteensä noin 84 miljardia euroa

²⁶⁰ Tela. Minkä verran on sijoitettu kotimaahan ja ulkomaille 2015.

joista 16 miljardia euroa (18 %) sijoitettiin Suomessa, 12 miljardia euroa (12 %), muihin euroalueen maihin ja 56 miljardia euroa (67 %) euroalueen ulkopuolisiin maihin.²⁶¹ Kaikkien yksityisten työeläkelaitosten vastuuvelan suuruus vuonna 2014 oli yhteensä noin 91 miljardia euroa²⁶².

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta (315/2015), joka astuu voimaan 1.1.2017, 2 luvun 4 §:n mukaisesti sijoitustoiminnassa on huolehdittava sijoitusten tarkoituksenmukaisesta hajauttamisesta, huomioiden sijoitusten varmuus, tuotto, rahaksi muutettavuus sekä monipuolisuus. Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 2 luvun 5 §:n mukaisesti eläkelaitosten sijoituksista voi olla enintään 5 % kiinteistöön (voi olla yksi tai useampi kiinteistö – yksi sijoitus) ja/tai niihin kohdistuviin oikeuksiin tai saataviin, tai velkasitoumuksiin, joiden vakuutena on kyseinen kiinteistö, tai enintään 10 % kiinteistöön, kun vuokralaisena vähintään 5 toisistaan riippumatonta eri vastapuolta. Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 2 luvun 6 §:n mukaisesti eläkelaitosten sijoituksista voi olla enintään 5 % saman yhteisön joukkovelkakirjalainoihin, osakkeisiin, osuuksiin ja muihin vastaaviin sitoumuksiin tai saman velallisen antamiin velkasitoumuksiin. Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 2 luvun 7 §:n mukaisesti eläkelaitosten sijoituksista voi olla enintään 10 % velkasitoumuksiin, joiden vakuutena on sijoituksia samaan yhteisöön tai sen antama takaus tai takausvakuutus, jos yhteisön luottoluokitus kuuluu luottoluokkaan 1, tai jos se kuuluessaan luottoluokkaan 2 katsotaan riittävän turvaavaksi. Muussa tapauksessa enintään 5 % sijoituksia (suoria tai välillisiä) voi olla velkasitoumuksiin, joiden vakuutena on sijoituksia samaan yhteisöön tai sen antama takaus tai takausvakuutus. Jos, laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 2 luvun 8 §:n mukaisesti, edellä mainitut sijoitusrajat ylittyvät koskien sijoituksia yhteen yhteisöön, kiinteistöön tai velkasitoumuksien vakuuteen, kasvaa vakavaraisuusrajan määrä 15 %:lla rajan ylittävistä määrätstä tai jos yhteen kiinteistöön, samaan yhteisöön tai velkasitoumuksiin, joiden vakuutena on sijoituksia samaan yhteisöön tai saman yhteisön antama takaus tai takausvakuutus, on sijoitettu enemmän kuin 15 %, kasvaa vakavaraisuusraja kokonaisuudessaan 15 %:n ylittävältä osalta.

3.3 Sijoittamisen eri muodot

Eri sijoitusmuodoissa pätee yleisenä sääntönä se, mitä suuremman tuotto-odotuksen asettaa, sitä suurempaan riskiin on varauduttava. Yleinen sääntö on myös se, että korkotason nousun alentaa osakekurssija ja päinvastoin. Huolellinen sijoittamisen hajauttaminen tasapainottaa

²⁶¹ Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhteisöt, 7-10 (ks. myös liite 4).

²⁶² Tela. Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2014, 3 (ks. myös liite 5).

näitä kaksi asiaa. Kuitenkaan esimerkiksi osakesalkun hajauttaminen ei suojaa osakemarkkinoiden yleisiltä vaihteluilta. Pitkäaikaiset sijoitukset ovat eläkelaitoksille luontevia kohteita.²⁶³ Sijoitustoiminnan vaihtelut ja riskit voivat olla suuria ja ne vaikuttavat suoraan kunkin eläkelaitoksen tulokseen²⁶⁴. Tasoitusmäärällä ja vakavaraisuuspääomalla on suuri merkitys eläkelaitoksille niiden sijoitustoiminnan tuottojen aaltoilussa (sykleissä)²⁶⁵. Hallituksen esityksessä Eduskunnalle laiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 279/2014) yleisissä perusteluissa katsottiin, että pääsääntöisesti kaiken tyyppiset sijoitukset käyvät eläkelaitosten vastuuvelan kattamiseksi²⁶⁶. Vastaavasti hallituksen esityksessä Eduskunnalle laeiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 79/2006) yleisperusteluissa sijoituskohteita katsottiin voivan olla esimerkiksi joukkovelkakirjalainat, arvopaperit, lainat, osakkeet ja osuudet yhteissijoitusyrityksissä ja muissa sijoitusrahastoissa, maa-alueet, rakennukset sekä kiinteään omaisuuteen kohdistuvat oikeudet. Saataviin katsottiin voivan kuulua lisäksi esimerkiksi saatavat jälleenvakuutuksenantajilta. Muita varoja voivat olla esimerkiksi pankkisaamiset ja käteisvarat sekä aktivoidut hankintamenot.²⁶⁷ Sijoituskohteina voivat olla myös niin sanotut hyödykesijoitukset, jossa sijoitus kohdistuu raaka-aineisiin (metallit, kuten kulta²⁶⁸) maataloustuotteisiin (elintarvikkeet²⁶⁹) tai energiaan (energiahyödykkeet, kuten raakaöljy²⁷⁰) ja niistä saatu tuotto perustuu suoraan niiden hinnan muutoksille. Sijoituksissa voidaan käyttää myös johdannaisia (johdannaisista tarkemmin kohdassa 3.3.4).²⁷¹

Lain työeläkevakuutusyhtiöstä 9 luvun 26 §:n mukaisesti suomalaisten eläkevarat tulee sijoittaa tuottavasti ja turvaavasti ja työeläkevakuutusyhtiölle kuuluvat rahavarat on pidettävä erillään yhtiön kanssa samaan konserniin kuuluvan yhtiön, yhteisön tai säätiön varoista. Lain työeläkevakuutusyhtiöstä 9 luvun 28 §:n mukaisesti työeläkevakuutusyhtiön hallituksen on laadittava varojen sijoittamista koskeva suunnitelma, jossa on huomioitava kaikki eläkelaitoksen vakavaraisuuteen vaikuttavat seikat, mukaan lukien vakavaraisuuspääoma, jälleenvakuutus²⁷². Sijoitustoiminnassa sijoittajat tähtäävät siihen, että sijoituskohteiden arvo säilyy ja kasvaa²⁷³. Sijoitustoiminnassa pyritään kuitenkin toimimaan yhä enenevässä määrin vastuullisen sijoittajan roolissa, jolloin hyvien sijoitustuottojen lisäksi huomioimaan sijoituskohteessa kestävän

²⁶³ Rantala - Kivisaari 2014, 184-185.

²⁶⁴ Rantala - Kivisaari 2014, 201.

²⁶⁵ Rantala - Kivisaari 2014, 193.

²⁶⁶ HE 279/2014, kattamista koskevat säännöt.

²⁶⁷ HE 79/2006, vastuuvelan kattaminen.

²⁶⁸ Vatanen 2013, 197.

²⁶⁹ Vatanen 2013, 197.

²⁷⁰ Vatanen 2013, 197.

²⁷¹ Rantala - Kivisaari 2014, 181.

²⁷² Ks. myös opinnäytetyön kohta 3.2. Eläkevarojen sijoittamisen sääntelyt, kohta 4.

²⁷³ Etla. Eläkevalta Suomessa 2011, 100.

kehityksen periaatteiden toteutuminen ja niiden noudattaminen sekä, että sijoituskohteessa hoidetaan taloudelliset velvoitteet hyvin²⁷⁴.

3.3.1 Osakesijoittaminen

Vuoden 2014 koko työeläkejärjestelmän sijoitusvarallisuudesta (noin 173 miljardia euroa²⁷⁵) eniten varoja sijoitettiin osakkeisiin (sisältäen osakerahastot, hedgefund- ja pääomasijoitukset), noin 42 %²⁷⁶. Osakkeet tuottivat vuonna 2014 yli 10 %²⁷⁷. Osakesijoituksen eri muotoja ovat noteeratut osakkeet, pääomasijoitukset ja noteeraamattomat osakkeet²⁷⁸. Noteeraamattomia osakkeita ovat muiden kuin julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden osakkeet lukuun ottamatta asunto- ja kiinteistöosakkeita sekä kiinteistöyhtiön osakkeet²⁷⁹. Osake on osakeyhtiömuotoisen yrityksen liikkeelle laskema, sen omistusosuutta ilmentävä sijoitusinstrumentti, joka antaa osakkeenomistajalle oikeuden yhtiön voitonjakoon ja päätöksen tekoon yrityksessä. Yrityksen liiketoiminnan kannattavuus, tulevaisuuden kasvumahdollisuudet ja riskit vaikuttavat suoraan yrityksen osakkeen arvoon. Osakkeiden hinta määräytyy julkisen kaupan käynnin kohteena olevilla noteeratuilla osakkeilla osakemarkkinoilla kysynnän ja tarjonnan perusteella. Osakkeen arvo ei välttämättä vastaa yrityksen sen hetkistä arvoa, vaan voi perustua esimerkiksi sijoittajien uskoon yrityksen lisäarvosta tulevaisuudessa.²⁸⁰ Sijoitus-tuotto sijoittajalle, osakkeenomistajalle, syntyy yrityksen voitonjaon ja arvonmuutoksen kautta. Jos tuottoa syntyy, se maksetaan sijoittajille osinkoina.²⁸¹ Yksityinen (luonnollinen) henkilö maksaa saamastaan osingosta veroa. Veron määrään vaikuttaa muun muassa se, onko saatu osinko yrityksessä, joka on listattu tai listaamaton.²⁸² Laki elinkeinotulon verottamisesta (360/1968) 1 luvun 6 a §:n mukaisesti yhteisön saama osinko on tietyin poikkeuksin veropaata, kun jakaja on kotimainen tai EU/ETA alueella oleva yhtiö. Muulta alueilta saatu osinko on kokonaan veronalaista tuloa.²⁸³

Osakerahastot ovat salkunhoitajan tarjoamaa, asiakkaalle valmiiksi hajautettua, osakesijoittamista, jossa sijoittamisen kustannus sijoittajalle nousee, kun sijoittajana toimii välikäsi,

²⁷⁴ Tela. Vastuullinen sijoittaminen - tavoitteena parempi tuoton ja riskin suhde 2014.

²⁷⁵ Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhteisöt.

²⁷⁶ Eläketurvakeskus. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta 2014.

²⁷⁷ Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 3.

²⁷⁸ Varma. Varman tilinpäätös 2014, 8.

²⁷⁹ Tilastokeskus. Rahoitusvaade. Luokista määritelmiin. AF5123 Muut osakkeet.

²⁸⁰ Vatanen 2013, 194.

²⁸¹ Vatanen 2013, 194.

²⁸² Verotuksen perusteet V Eri yritysmuotojen verotus (osakeyhtiö) 2015, osinkoverotus, 10-13.

²⁸³ Vero. Osinkotulojen verotus 2014. 4 Yhteisöt.

mutta toisaalta sijoittajan oma työ vähenee ²⁸⁴. Sijoittajalla ei tarvitse olla taitoa tai kiinnostusta osakemarkkinoiden seurantaan tai yhtiöihin perehtymiseen. Sijoittaja saa salkunhoitajalta raportoinnin kautta tiedon toteutuneista sijoitustoimenpiteistä ja yhtiöpainotuksista. ²⁸⁵

Hedgerahastot ovat sijoitusrahastoja, jotka kasvattavat arvoa sijoitusmarkkinoiden hintakehityksestä riippumatta. Rahastoille tavoitellaan absoluuttista tuottoa. Sijoittamiseen liittyvät strategiat ja instrumentit voivat olla hyvin erilaisia ja rahastonhoitajan ammattitaito ratkaisee, kuinka hyvän tuoton omaavia sijoituskohteita hän löytää sijoitusmarkkinoilta ja siksi sijoitusportfoliossa erilaiset, hajautetut hedgerahastot tasoittavat arvojen heilahteluita vähentäen markkinariskiä. ²⁸⁶

Pääomasijoitukset tarkoittavat sijoittamista kohteisiin, yrityksiin, jotka tarvitsevat pääomasijoitusrahaa toimintansa alkutaipaleelle tai yritystoimintansa laajentamiseen. Tällöin sijoittajat sitoutuvat pitkäaikaiseen sijoittamiseen. Pääomasijoittamisen katsotaan olevan riskialtista ja tuotto voi alkuvuosina olla epävarmaa ja usein voitonjako yrityksessä onnistuu vasta vuosien päästä uuden yritystoiminnan muuttuessa kannattavaksi. Pääomasijoittaminen toteutetaan usein hajautettujen rahastojen turvin. ²⁸⁷

Hallituksen esityksessä eduskunnalle koskien työeläkejärjestelmää koskevan lainsäädännön muuttamiseksi ja eräitä siihen liittyviksi lakeiksi (HE 16/2015) mukaisesti, hallitus esitti työeläkelaitoksille mahdollisuutta sijoittaa osakkeisiin enemmän, nostamalla vastuuvelkaan sisältyvän osaketuottosidonnaisen lisävuutusvastuun osuutta viidennesosaan vastuuvelan määrästä ²⁸⁸. Tällä hetkellä osaketuottosidonnaisen lisävuutusvastuun määrä heilahtelee osakkeiden arvon muuttuessa ja pienimmillään se vähentää vastuuvelkaa 10 % ja suurimmillaan lisää sitä 5 % ²⁸⁹. Hallitus esitti, että osaketuottosidonnaisuuden astetta kasvatettaisiin 10 %:sta 20 %:iin. Tällöin sijoitusten osakepaino voisi kasvaa noin 7-8 % -yksikköä, ilman, että yksittäisen yksityisen eläkelaitoksen sijoitusriski kasvaisi liian suureksi. Sijoitustuottojen arvioidaan tällöin kasvavan ja ne voivat mahdollistaa työeläkemaksutason alentamisen pitkällä aikavälillä. ²⁹⁰

3.3.2 Korkosijoitukset; joukkovelkakirjalainat

²⁸⁴ Elo 2011, 17.

²⁸⁵ Elo 2011, 125.

²⁸⁶ Vatanen 2013, 198.

²⁸⁷ Vatanen 2013, 198.

²⁸⁸ HE 16/2015, 2.

²⁸⁹ Varma. Sanasto. Osaketuottosidonnainen lisävuutusvastuu 2014.

²⁹⁰ HE 16/2015, 31.

Vuoden 2014 koko työeläkejärjestelmän sijoitusvarallisuudesta (noin 173 miljardia euroa²⁹¹), toiseksi eniten varoja sijoitettiin joukkovelkakirjasijoituksiin, 34 %, sekä muihin korkosijoituksiin 7 %, yhteensä 41 %²⁹². Edellä mainittujen rahamarkkinasijoitusten tuotto vuoden 2014 lopussa oli noin 4,4 %²⁹³. Korkosijoituksilla tarkoitetaan sijoitusta, jossa sijoitus kohdistuu lainaan, josta sijoitus saadaan lainanantajalle korkotuottona, joka voi olla sidottu kiinteään korkoon tai markkinakorkoon sen kehityksen mukaisesti²⁹⁴. Korkotuotto on yleensä etukäteen sovittu. Sovittujen ehtojen mukaisesti sijoittaja saa ensin vuosittain nimelliskoron mukaisen tuoton, joka on suhteessa velan nimellisarvoon. Lopullinen tuotto sijoittajalle määräytyy todellisen koron mukaan, joka saadaan, kun huomioidaan velan jälkimarkkinoilla vallitseva markkinahinta, velan nimelliskorko ja takaisin maksettava pääoma velan erääntyessä. Velkakirjan markkinahinnan laskiessa, todellinen tuotto kasvaa ja markkina-arvon noustessa, tuotto laskee. Kun yleinen korkotaso laskee, vanhojen joukkovelkakirjojen arvo nousee, ja yleisen korkotason noustessa rahaston arvo laskee.²⁹⁵ Korkosijoituksia ovat esimerkiksi lainasaamiset, joukkovelkakirjalainat; julkisyhteisöjen joukkovelkakirjalainat (valtiot ja muut julkisyhteisöt²⁹⁶) sekä muiden yhteisöjen joukkovelkakirjalainat (yritykset, rahoituslaitokset sekä muut ei-julkisyhteisöt²⁹⁷), sekä muut rahoitusmarkkinavälineet ja talletukset (rahat, pankkisaamiset, kauppahintasaamiset sekä velan ja johdannaisten vakuudet²⁹⁸)²⁹⁹.

3.3.3 Kiinteistösisijoitukset

Vuoden 2014 koko työeläkejärjestelmän sijoitusvarallisuudesta (noin 173 miljardia euroa³⁰⁰), varoja sijoitettiin noin 10 % kiinteistöihin³⁰¹. Kiinteistösisijoitukset tuottivat kaikkien eläkelaitosten osalta noin 5,4 %³⁰². Esimerkiksi Varman vuoden 2014 kiinteistösisijoitusrahastot ja yhteissijoitukset tuottivat 8,0 %³⁰³. Kiinteistösisijoitus toteutetaan tyypillisesti joko suorasijoituksella kotimaisiin kiinteistökohteisiin, tai välillisesti kiinteistörahastojen tai kiinteistösisijoitusyhtiöiden kautta.³⁰⁴ Ulkomaille vuonna 2014 sijoitettiin vain muutamia prosentteja³⁰⁵.

²⁹¹ Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhteisöt 2015.

²⁹² Eläketurvakeskus. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta 2014.

²⁹³ Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 2.

²⁹⁴ Vatanen 2013, 191.

²⁹⁵ Elo 2015, 20-21.

²⁹⁶ Telan sijoitusten raportointiryhmän ohje työeläkeyhteisöille tuotto-riskitaulukon laaditaan, 4.

²⁹⁷ Telan sijoitusten raportointiryhmän ohje työeläkeyhteisöille tuotto-riskitaulukon laaditaan, 4.

²⁹⁸ Telan sijoitusten raportointiryhmän ohje työeläkeyhteisöille tuotto-riskitaulukon laaditaan, 4.

²⁹⁹ Varma. Varman tilinpäätös 2014, 8.

³⁰⁰ Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhteisöt 2015.

³⁰¹ Eläketurvakeskus. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta 2014.

³⁰² Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 4.

³⁰³ Varma. Tilinpäätös 2014, 8.

³⁰⁴ Vatanen 2013, 196.

³⁰⁵ Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014, 42.

Sijoitusrahastotoiminnaksi sijoitusrahastolain 1 luvun 2 §:n 1 kohdan mukaisesti katsotaan sellainen sijoittaminen, jossa varoja on hankittu yleisöltä ja hankitut varat on sijoitettu yhteisesti sijoittamalla muun muassa kiinteistöihin (kiinteistönmuodostuslain 554/1995 1 luvun 2 §:n 1 kohdan mukaisesti itsenäinen maanomistuksen yksikkö tai määräosa tai määräala siitä) tai kiinteistöarvopapereihin (kiinteistörahastolain 1 luvun 3 §:n 2 kohdan mukaisesti osake tai muu arvopaperi kiinteistöön tai sen osaan tai asunto-osakeyhtiölain 1599/2009 mukainen huoneisto). Sijoitusrahastoja voidaan jaotella lisäksi muiden sijoituskohteiden perusteella aiemmin kohdassa 3.3.1 *Osakesijoittaminen* käsiteltyihin osakerahastoihin sekä yhdistelmärahastoihin, jossa sijoituskohteena ovat sekä osakkeet että korkoa tuottavat sijoituskohteet, pitkän koron rahastoihin, kuten yli vuoden mittaiset joukkolainat ja lyhyen koron rahastoihin, kuten valtion velkasitoumukset ³⁰⁶. Sijoitusrahastolla tarkoitetaan sijoitusrahastolain 1 luvun 2 §:n 2 kohdan mukaisesti sijoitusrahastotoiminnalla hankittuja ja sijoitettuja varoja ja velvoitteita. Tällaisia sijoitusrahastolain piiriin kuuluvia sijoitusrahastoja kutsutaan pääsääntöisesti avoimiksi³⁰⁷ sijoitusrahastoiksi. Suljetuksi³⁰⁸ sijoitusrahastoksi kutsutaan rahastoja, joissa sijoitusmäärä on kiinteä ja sijoituksella on määräaika³⁰⁹. Suljetuttujen rahastojen katsotaan kuuluvan laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988) lainsäädännön piiriin³¹⁰.

Kiinteistörahastolain 1 luvun 1 §:n 1 kohdan mukaan lakia sovelletaan sellaisiin yhteisiin kiinteistöisijoituksiin, joita yleisölle on mahdollista tarjota, ja joihin se voi osallistua osakeyhtiön osakkeita tai kommandiittiyhtiön osuuksien merkitsemällä, ostamalla tai muutoin hankkimalla ja jotka varat yhtiö sijoittaa edelleen pääsääntöisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin, kuitenkin muuten kuin rakentamisen tai kiinteistönjalostustoiminnan tarkoituksessa. Kiinteistörahastolain 1 luvun 2 §:n 1 kohdan mukaan kiinteistörahastolla tarkoitetaan sellaista julkista osakeyhtiötä, joka harjoittaa kiinteistörahastotoimintaa yksinomaisena tai pääsääntöisenä liiketoimintanaan, ja joka on vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat - direktiivin (2011/61/EU) säädöskehiksen mukainen vaihtoehtorahasto, kuten siihen rinnastettava kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto, joiden toiminnasta kiinteistörahastolain 1 luvun 1 §:n 3 kohdan mukaisesti säädetään myös vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (162/2014). Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 1 luvun 2 §:n mukaan on rahaston hoitajalla oltava toimilupa. Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 1 luvun 2 §:n 1 ja 2 kohtien mukaisesti toimilupa tarvitaan sellaiselle varojen hoitajalle, jolla sen hoitamien vaihtoehtoisten rahastojen yhteenlasketut varat ovat yli 100 miljoonaa euroa, mukaan lukien vivutuksen kautta hankitut varat, tai kun varat ylittävät 500 miljoonaa euroa ilman vivutusta, eikä millään hoidossa olevilla vaihtoehtorahastoilla ole mahdollisuutta vaatia lunastusta seuraavan viiden vuoden kuluessa siitä, kun alkusijoitus on suoritettu. Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 1 luvun 2

³⁰⁶ Pörssisäätiö. Sijoitusrahasto-opas 2012, 9-10.

³⁰⁷ Pwc. Kehittyvä rahastojuridiikka 2007, 8.

³⁰⁸ Taloussanakirja, suljettu sijoitusrahasto.

³⁰⁹ Pwc. Kehittyvä rahastojuridiikka 2007, 17.

³¹⁰ Pwc. Kehittyvä rahastojuridiikka 2007, 5.

§:n 3 kohdan mukaisesti edellä mainittujen varojen määrissä huomioidaan myös sellaisten vaihtoehtorahastojen varat, joiden hoitaminen on toteutettu välillisesti yhtiön kautta, johon sen hoitajalla on sidos yhteisen liikkeenjohdon, merkittävän määräysvallan tai omistuksen kautta. Lakia vaihtoehtorahastojen hoitajista 1 luvun 4 §:n 1 kohdan mukaisesti ei sovelleta sellaisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin, jotka ovat samalla itse niihin ainoita sijoittajia (mukaan lukien samaan konserniin kuuluvat yhtiöt niin, ettei mikään niistä yhtiöistä ollut vaihtoehtorahasto), eikä laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 1 luvun 4 §:n 2 kohdan mukaisesti koske työeläkevakuutusyhtiöitä tai muita lakisääteistä tehtävää hoitavia eläkelaitoksia, eläkekassoja tai eläkesäätiöitä.

Suoralla kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan maapohjan ja sillä olevan rakennuksen omistamista sekä asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden osakkeiden omistamista, jotka omistavat maapohjan ja sillä olevan rakennuksen tai rakennukset³¹¹. Epäsuoraksi kiinteistösijoittamiseksi sanotaan sijoittamista kiinteistösijoitusrahastoihin tai -yhtiöihin. Kiinteistösijoittamisen yhtiömuotoina käytetään osakeyhtiömuotoista rakennetta ja silloin yhtiön hallinnoinnin hoitaa pääsääntöisesti yhtiön oma organisaatio.³¹² Työeläkevakuutusyhtiöiden tulee varmistaa sijoitustoiminnassaan itsenäisyys ja lähtökohtaisesti oman, riittävän ammattitaitoisen henkilökunnan katsotaan suoriutuvan siitä ilman, että vakuutusyhtiön tarvitsee turvautua kuin tarvittaessa sijoitustoimintaa täydentäviin varojenhoitopalveluihin³¹³. Kiinteistösijoittamisen toinen yleinen yhtiömuotorakenne on kommandiittiyhtiömuotoinen sijoitusrahasto, joita hallinnoidaan usein erillisen hallinnointiyhtiön toimesta.³¹⁴

Kiinteistösijoitusmuotona voi olla esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöiden, yksityisten eläkesijoitusyhtiöiden ja/tai yksityisten yritysten keskenään perustama **epäsuora suljettu kiinteistö-pääomarahasto**³¹⁵ (myöh. **Rahasto**), joka sijoittaa esimerkiksi kotimaahan erilaisiin kulloinkin Rahaston strategiassa tarkemmin määriteltyihin kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin. Strategian mukaisesti sijoituskohteiksi voivat muodostua esimerkiksi kauppakeskus- tai vähittäistavarakauppaa harjoittavaan liiketoimeen toteutetut liikekiinteistörakennukset, tehdas-, teollisuus-, tuotanto- tai toimistorakennukset tai mahdollisesti muuta liiketoimintaa harjoittavien toimialojen liikekiinteistörakennukset, esimerkiksi autokauppaa harjoittavan liiketoiminnan rakennukset.

³¹¹ Rakli. Suora kiinteistösijoittaminen.

³¹² Rakli. Epäsuora sijoittaminen.

³¹³ Vatanen 2013, 189.

³¹⁴ Rakli. Epäsuora sijoittaminen. Ks. tarkemmin sijoitustoiminnan itsenäisyydestä, kun sitä hoidetaan hallinnointiyhtiön kautta opinnäytetyön kohdassa 4.1 Rahaston toiminta toimikauden aikana.

³¹⁵ Rakli. Epäsuora sijoittaminen. Kiinteistö-pääomarahastot.

Kiinteistöihin sijoittaminen on pääsääntöisesti pitkän aikavälin sijoittamista ja niiden rahaksi muuttaminen on heikkoa³¹⁶. Kiinteistösijoittamisessa riskinä voi olla se, että kohteessa oleva vuokralainen lähtee ja uuden vuokralaisen löytäminen on vaikeaa, koska kohde sellaisenaan on muokkaantunut lähteneen vuokralaisen tarpeiden mukaiseksi. Myös kiinteistömarkkinoilla kiinteistöjen arvot ovat saattaneet olla yliarvostettuja, jolloin markkinatilanteen muuttuessa, voi syntyä tilanne, jossa kiinteistön arvoa joudutaan alentamaan.³¹⁷

Hallituksen esityksessä eduskunnalle eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 279/2014) mukaisesti hallitus katsoi, että kiinteistösijoittamisen hinnoittelu seuraa osakemarkkinoita, erityisesti, kun sijoittamiseen on liittynyt velkavivun käyttöä. Silloin on puutteellisesti huomioitu mahdollinen valuuttariski, vastapuoliriski tai luottomarginaaliriski, eli yleiseen korkotasoon ja sen liikkeisiin liittyvä riski. Puutteellisuuden on katsottu johtuvan ennen kaikkea siitä, että sijoittaminen on monimutkaistunut ja nykyinen laskentamalli on siten jäänyt jälkeen nykytilanteesta.³¹⁸ Hallitus esittikin, että sijoitustoiminnassa riskit ja valuuttariski huomioidaan tarkemmin ja kattavammin. Kiinteistöriskin osalta tämä tarkoittaa sitä, että riskiluokituksia on jatkossa kaksi.³¹⁹ Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta, joka astuu voimaan 1.1.2017, 3 luvun 11 §:n kohdan 11 mukaisesti toinen riskiluokka käsittää asuinkiinteistöt ja rakentamattomat kiinteistöt ja kohdan 12 mukaisesti toinen riskiluokka käsittää kaupalliset ja muut rakennetut kiinteistöt.

3.3.4 Johdannaisopimusten merkitys sijoitustoiminnassa

Johdannaiset ovat rahoitusopimuksia (rahoitusinstrumentteja), joiden arvo perustuu jonkun toisen rahoitusinstrumentin alla olevan rahoitusinstrumentin arvoon. Tyypillisiä johdannaisryhmiä ovat korko-, osake- ja raaka-ainejohdannaiset.³²⁰ Johdannaisopimuksina voi olla vakioiduista johdannaisista, jotka ovat vakioimuotoisia johdannaispörssin kautta noteerattuja sopimuksia, tai vakioimattomia sopijaosapuolten keskenään sopimia ja räätälöityjä sopimuksia, jolloin kauppaa käydään sijoituspalveluyritysten välisillä OTC (over-the-counter)-markkinoilla. Yleisesti käytettyjä johdannaisopimuksia ovat termiini- ja futuurisopimukset, optiot sekä swapit.³²¹ Johdannaisilla pyritään sekä riskin ottamiseen, että siltä suojautumiseen. Osapuolet sitoutuvat toteuttamaan tulevaisuudessa vastikkeellisen liiketoimen (transaktion), jossa toimitetaan joko johdannaisen alla oleva instrumentti (fyysinen toteuttaminen), tai johdannaisopimuksen rahallinen malli (rahallinen toteuttaminen). Esimerkiksi hyödykesijoittamisessa

³¹⁶ Vatanen 2013, 196.

³¹⁷ Rantala - Kivisaari 2014, 180.

³¹⁸ HE 279/2014. Nykytilan arviointi. Eläkelaitosten kannalta olennaiset riskit, kohta 6.

³¹⁹ HE 279/2014. keskeiset ehdotukset, kohta 8.

³²⁰ Rantala - Kivisaari 2014, 181.

³²¹ Rantala - Kivisaari 2014, 198-200.

sijoituksen tuotto perustuu kokonaan hyödykkeen hinnan muutokselle.³²² Hankintaan voi kuitenkin kohdistua kuljetus- ja varastointikuluja, jolloin suora hyödykesijoittaminen voi olla vaikeaa³²³. Hyödykkeisiin sijoitetaan joko johdannaispörssissä noteeratun vakiosopimuksen³²⁴ tai vakioimattoman sopimuksen³²⁵ kautta, jolloin sijoittajan ei tarvitse huolehtia edellä mainituista kuljetus- ja varastointikuluista³²⁶.

Myös kiinteistösijoittamisessa voidaan käyttää johdannaissia. Rahasto voi sijoituskohteen hankinnassa käyttää omaa pääomaa esimerkiksi 50 % ja loput 50 % se ottaa luottolaitokselta lainana, eli sijoittaminen toteutetaan velkarahoituksen avulla. Tällaisen velkavivutuksen avulla Rahasto kasvattaa kiinteistösijoituksen tuotto-odotusta, vaikkakin samanaikaisesti kiinteistön arvonmuutosriksi voi kasvaa.³²⁷ Velkavipua käyttämällä sijoittajan sijoitukseen käyttämän oman pääoman osuus jää pienemmäksi, mutta suhteutettu tulo voi kasvaa³²⁸.

Ohessa esimerkkikaavio (kaavio 1) edellä mainitusta esimerkkitapauksesta, jossa 50 %:n lainaosuus nostetaan luottolaitokselta esimerkiksi 10 vuoden laina-ajalla vaihtuvaan korkoon sidottuna (esimerkiksi euribor 6kk tai 12 kk), sekä luottoon liittyvällä lainamarginaalilla, joista yhdessä muodostuu lainalle kokonaiskorko. Rahasto voi suojautua korkomuutoksilta siten, että lainan noston yhteydessä tehdään luottolaitoksen kanssa oma erillinen pitkäaikainen koronvaihtosopimus³²⁹, jolla vaihtuvakorkoisen lainan kassavirta saadaan kiinteäkorkoiseksi. Lisäksi voidaan tehdä vielä lyhytaikaisia koronvaihtosopimuksia, esimerkiksi aina vuodeksi kerrallaan, jolla kiinteää kokonaiskorkoa voidaan saada vielä alemmaksi. Koska kiinteistösijoituksissa Rahastolle otetut luotot voivat olla suuria, lyhytaikaisilla koronvaihtosopimuksilla kiinteän koron pienikin aleneminen voi tuoda Rahastolle merkittävän säästön korkokuluissa koronvaihtosopimusten avulla. Kiinteällä korolla kokonaiskorkokustannukset voivat olla suuremmat kuin mitä ne olisivat vaihtuvakorkoisilla korkoehdoilla, mutta kiinteillä koroilla Rahasto pystyy ennakoimaan tarkasti Rahaston luottojen kokonaiskorkokustannukset ja suojautumaan koronmuutoksista johtuvia epävarmuustekijöitä vastaan jopa koko Rahaston voimassaoloajan.

Esimerkkikaavio (kaavio 1)

Lainanottajan alkuperäinen laina, 10 v. maksuajalla, bullet laina (kerralla erääntyvä)			
Vaihtuvakorko, Euribor (esim. 6kk tai 12 kk)	+	marg., esim.	3 %

³²² Rantala - Kivisaari 2014, 181.

³²³ Vatanen 2013, 197.

³²⁴ Vatanen 2013, 199.

³²⁵ Vatanen 2013, 199.

³²⁶ Rantala - Kivisaari 2014, 181.

³²⁷ Vatanen 2013, 196.

³²⁸ Odin. Special Report Kiinteistösijoittaminen 2012, 7.

³²⁹ Vatanen 2013, 201; esimerkiksi swap.

Tehdään 10 vuoden pitkäaikainen koronvaihtosopimus, jolla em. Vaihtuvakorko			
vaihdetaan luotonantajan kanssa kiinteäksi koroksi.		kiinteä korko1 esim.	2,5 %
Vastaavasti luotonantaja maksaa lainanottajalle vaihtuvaa korkoa, Euribor (esim. 6 kk tai 12 kk)			
Lainanottajan kiinteä korko 10 vuotta on (kiinteä korko1 + marginaali)			5,5 %
Tämän lisäksi voidaan tehdä lyhytaikainen, esim. 1 vuoden mittainen koronvaihtosopimus, jolla			
alkuperäistä pitkäaikaista kiinteää korkoa saadaan alennettua vuositason		kiinteä korko2 esim.	1,7 %
Vastaavasti luotonantaja maksaa lainanottajalle vaihtuvaa korkokorkoa, Euribor (esim. 3 kk tai 6 kk)			
Lainanottajan kiinteä korko vuositason voi siten olla (kiinteä korko2 + ap. marginaali)			4,7 %
		korko alentunut	0,80 %

Swap-sopimuksessa osapuolet sopivat keskenään kohde-etuuden arvonmuutokseen perustuvien kassavirtojen vaihtamisesta tulevaisuudessa³³⁰.

3.3.5 Sijoittaminen ulkomailla

Eläkevaroista vuonna 2014 noin 45 miljardia euroa (26 %), on sijoitettu Suomeen. Ulkomaille on sijoitettu loput, yhteensä noin 128 miljardia euroa (74 %). Näistä muulle euroalueelle on sijoitettu 43 miljardia euroa (25 %) ja euroalueen ulkopuolisiin maihin, kuten Yhdysvallat, Iso-Britannia, Ruotsi ja Japani on sijoitettu 85 miljardia euroa (49 %).³³¹ Varoja on sijoitettu eri puolille maailmaa hajautetusti erilaisiin kohteisiin kuten, noteeratut ja noteeraamattomat osakkeet, joukkovelkakirjat ja muut korkosijoitukset, hedge-rahastot ja kiinteistöt³³². Osakkeisiin (sisältäen osakerahastot, hedgefund- ja pääomasijoitukset) sijoitettiin ulkomaille yhteensä 68 miljardia euroa (muut euroalueen maa noin 12 miljardia euroa ja euroalueen ulkopuoliset maat noin 56 miljardia euroa). Joukkovelkakirjoihin sijoitettiin ulkomailla yhteensä noin 52 miljardia euroa (muut euroalueen maat noin 26 miljardia euroa ja euroalueen ulkopuoliset maat noin 26 miljardia euroa). Lisäksi muihin sijoituksiin ja kiinteistöihin sijoitettiin

³³⁰ Vatanen 2013, 201.

³³¹ Tela. Minkä verran on sijoitettu kotimaahan ja ulkomaille 2015.

³³² Tela. Mihin varoja sijoitetaan 2016?

yhteensä noin 8 miljardia euroa.³³³ Suomeen sijoitettu osuus eläkevaroista pieneni vuosien 2010-2014 välisenä aikana, mutta on osoittanut nousun merkkejä siirryttäessä vuoteen 2015³³⁴. Sen sijaan niin euromäärillä kuin prosenttiosuuksien mukaisesti euroalueen ulkopuolinen sijoitus on kasvanut viimeisen vuosikymmenen aikana eniten. Muihin euromaihin sijoittaminen on puolestaan myös laskenut. Tähän on vaikuttanut euroalueen viimeisten vuosien taloudelliset ongelmat. Kehittyvien maiden markkinoilta on löydetty uusia sijoituskohteita ja niissä talous on kasvanut vauhdikkaammin, ja on siten tarjonnut sijoittajille paremmat tuotomahdollisuudet.³³⁵

Maailmanlaajuisesti OECD-maiden³³⁶ yksityisiä eläkerahastojen varoja oli vuoden 2014 lopussa yhteensä 22,9 biljoonaa euroa³³⁷ (25,2 biljoonaa dollaria). Vuosien 2008-2014 välillä eläkerahastojen kasvuvauhti on ollut noin 8,1 %, kasvu kyseisen ajanjakson aikana on toteutunut joko eläkevaroja kasvattamalla uudella pääomalla tai sijoitettujen varojen sijoitustuotoilla (kasvu vuosien 1995-2007 välillä oli keskimäärin 7,3 %³³⁸).³³⁹ Keskimääräinen painottamaton reaali-tuotto vuonna 2014 oli 6,8 % ja painotettu tuotto 5,0 %. Maakohtaisesti tuottojen vaihteluväli vaihteli Tšekin 1,2 %:sta Tanskan 16,7 %:iin. Suomen osalta reaalin tuotto oli 6,2 %. Vuosien 2010-2014 välillä kaikkien julkisen ja yksityisen sektorin keskimääräinen vuotuinen nimellistuotto oli 6,7 % ja reaalin tuotto 5,2 %.³⁴⁰

Eniten vuonna 2014 OECD-maissa sijoitettiin korkoihin noin 51 % ja osakkeisiin, noin 24 %. Sen lisäksi noin 10 % sijoitettiin talletuksiin tai pidettiin käteisenä ja loput noin 15 % sijoitettiin muihin eriin. Eniten osakkeisiin sijoitti Puola, noin 80 %. Esimerkiksi Suomi ja Yhdysvallat sijoittivat osakkeisiin noin 40-50 %. Osan OECD-maiden osalta ulkomaisiin kohteisiin sijoitettu määrä oli noin 13-82 % välillä. Suomen ulkomaille, joko muihin Euromaihin tai Euromaiden ulkopuolelle sijoitettiin yhteensä noin 74 %.³⁴¹

Vuonna 2014 esimerkiksi suomalaisen Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varman sijoitusten arvo oli 40 miljardin euroa. Osakkeisiin Varma sijoitti 47 %, korkosijoituksiin 26 %, kiinteistöihin 6 % ja muihin 21 %. Yhdysvaltalaiset osakkeet tuottivat parhaiten, 16,3 %. Esimerkiksi Venäjällä suomalaisten osakkeiden kokonaistuotto oli 6,7 %, johtuen Venäjän talouden kriisistä.

³³³ Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhteisöt, 7-10. Ks. myös liite 4.

³³⁴ Tela. Sijoituskanta alueittain (2005 - 2015), kaikki jäsenyhteisöt, 1.

³³⁵ Tela. Miten sijoitusten maantieteellinen jakauma on muuttunut viime vuosina 2016?

³³⁶ Ks. Lista OECD-, ETA-, EU-, EURO- ja MUUT maat 2014-2015 (ks. Liite 3).

³³⁷ Yle/Teksti tv. Dollarin kurssi 23.2.2016 1,1002 €.

³³⁸ Eläketurvakeskus. Elinkaarisäästäminen ja sijoitusriskit eri eläkejärjestelmissä 2010, 12.

³³⁹ Tela. Kansainvälistä tietoa eläkevaroista 2014.

³⁴⁰ Tela. Kansainvälistä tietoa eläkevaroista 2014.

³⁴¹ Tela. Kansainvälistä tietoa eläkevaroista 2014.

Pääomasijoituksista noin puolet oli sijoitettu Yhdysvaltoihin ja muu osio Eurooppaan ja Pohjoismaihin. Sekä pääomasijoitukset, että noteeraamattomat osakkeet tuottivat hyvin. Vuonna 2014 Varma toteutti uusia kiinteistösijoituksia muun muassa Ruotsiin ja Isossa-Britanniaan.³⁴²

4 Rahaston rakenne, toiminta ja tuottoarvot

Rahastot ovat yhtiömuodoltaan kommandiittiyhtiöitä³⁴³. Tärkeä peruste Rahaston yhtiömuodolle on verotus, koska kommandiittiyhtiö on tuloverolain (1535/1992) 4 §:n mukaisesti elinkeinoyhtymä, eikä se tuloverolain 16 §:n mukaisesti ole verovelvollinen. Kommandiittiyhtiömuotoinen Rahasto on läpivirtausyksikkö, jota ei siis veroteta lainkaan ja siksi Rahastolle verovuositain vahvistettu verotettava tulo jaetaan yhtiömiehille, eli Rahaston osakkaille, heidän osuuksiensa mukaisessa suhteessa ja verotetaan niiden yhtiömiesten tulona³⁴⁴. Yhtiö mies voi olla esimerkiksi keskinäinen vakuutusyhtiö tai osakeyhtiö, jotka katsotaan tuloverolain (1535/1992) I osan 2 luvun 3 §:n 4 kohdan mukaisesti yhteisöksi, joka lain II osan 1 luvun 9 §:n 1 kohdan mukaisesti on verovelvollinen. Verokanta on kiinteä, tuloverolain VI osan 1 luvun 124 §:n 2 kohdan mukaisesti tällä hetkellä 20 %. Kommandiittiyhtiöstä (elinkeinoyhtymä) saadut pääoma- ja ansiotulo-osuudet lisätään yhtiömiesten muihin ansio- ja pääomatuloihin³⁴⁵. Vero lasketaan liikevoitosta ja esimerkiksi vakuutusyhtiöiden sijoitusten tuottoja ei veroteta erikseen³⁴⁶. Kunnallinen eläkelaitos on tuloverolain II osan 3 luvun 20 §:n 2 kohdan mukaisesti tuloverolaista vapaa yhteisö. Elinkeinovalain (360/1968) 2 luvun 11 §:n mukaisesti vakuutus- ja eläkelaitosten sijoittamat varat tai sijoitusten turvaamiseksi hankkimat arvopaperit ja kiinteistöt katsotaan sijoitusomaisuudeksi, joiden hankintamenot ja kirjanpidossa tehdyt arvonnkorotukset ovat lain 2 luvun 8 §:n 1 kohdan mukaisesti vähennyskelpoisia menoja.

Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988) 1 luvun 1 §:n 2 kohdan mukaisesti yhtiömiesten (yksi tai useampi, ei kuitenkaan kaikki) vastuuta yhtiön velvoitteisiin on rajoitettu omaisuuspanoksen määrän mukaisesti. Rajattua vastuuta käyttävää osapuolta kutsutaan äänettömäksi yhtiömieheksi. Yleisesti vähintään yksi yhtiö mies vastaa yhtiön velvoitteista täysimääräisesti, jollaista osapuolta kutsutaan vastuunalaiseksi yhtiömieheksi.³⁴⁷ Rahastossa äänettämiä yhtiömiehiä ovat osakkaat (sijoittajat), jotka omistavat Rahaston yhteisesti pääoma-panoksiaan vastaavassa suhteessa, joista on sovittu Rahaston perustamisvaiheessa allekirjoitetussa yhtiösopimuksessa. Lisäksi osakkaat tekevät Rahaston perustamisvaiheessa keskenään

³⁴² Varma. Toimintakertomus 2014. Sijoitustoiminta.

³⁴³ Lauriala 2004, 39.

³⁴⁴ Lauriala 2004, 42.

³⁴⁵ Myrsky 2013, 50.

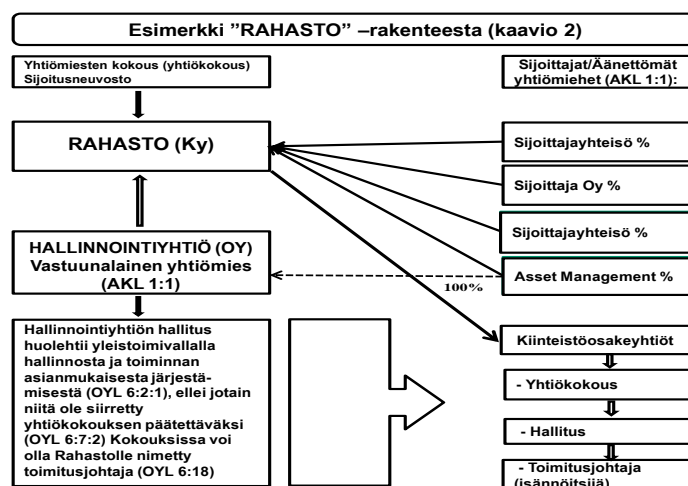
³⁴⁶ Rantala - Kivisaari 2014, 360.

³⁴⁷ Lauriala 2004, 39.

erillisen sopimuksen, jossa sovitaan tarkemmin Rahaston toimintaan liittyvistä asioista.³⁴⁸ Tällaisen osakassopimuksen katsotaan olevan pääomasijoituksissa tukirakennelma ja koko järjestelyn perusta ja se täydentää osakeyhtiölain sopimusvaraisia säännöksiä ja Rahaston yhtiöjärjestykseen mahdollisesti kirjattuja määräyksiä³⁴⁹.

Rahaston perustamisvaiheen yhtiösopimuksessa on sovittu myös Rahaston hallinnon hoidosta, jonka pohjalta tehdään erillinen hallinnointisopimus samassa yhteydessä perustetun Hallinnointiyhtiön kanssa, joka toimii Rahastossa vastuunalaisena yhtiömiehenä³⁵⁰. Rahaston käytännön hallinnon hoidon voi hoitaa Rahaston osakkaat itse tai se ja Hallinnointiyhtiö voivat tehdä erilliset sopimukset varainhallinnanhoitajayhtiön (myöh. Asset Management³⁵¹) kanssa Rahaston, sen omistamien sijoituskohteiden ja hallinnointiyhtiön hallinnon kokonaishoidosta³⁵².

Ohessa esimerkkikaavio (kaavio 2) Rahaston rakenteesta, jossa hallinnointiyhtiön omistajana toimii varainhallinnan hoidosta vastaava Asset Management ja sen sijoitustoiminnasta vastaavat sijoitusjohtajat³⁵³. Asset Management voi olla myös sijoittajana Rahastoon marginaalisella pääomapanoksella, kun samanaikaisesti varsinaiset sijoittajat sijoittavat yhtiösopimuksen mukaisen peruspääoman ja jonka lisäksi osakkaat sitoutuvat sijoitussitoumuksiensa mukaisesti luovuttamaan, Rahaston niin erikseen vaatiessa, sijoituspääomaa sovittuun maksimimäärään saakka.³⁵⁴



³⁴⁸ Lauriala 2004, 40.

³⁴⁹ Lauriala 2004, 160-162.

³⁵⁰ Lauriala 2004, 40.

³⁵¹ Yleisnimitys varainhallinnan palveluita tarjoavista yrityksistä. Suomessa esim. OP Asset Management ja Aberdeen Asset Management.

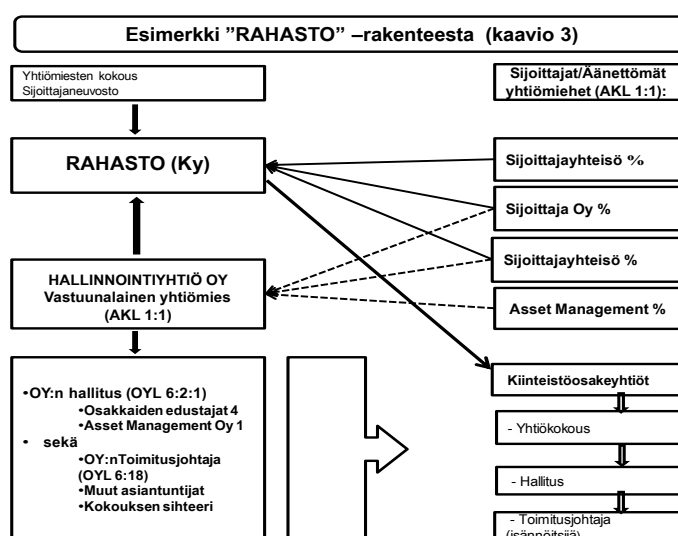
³⁵² Ks. opinnäytetyön 3.1. kohta Sijoitusuudistus, kohta 4 "Sijoitusuudistuksen pyrkimys" sekä "laki työeläkevakuutusyhtiöistä 9 luvun 27 §:n 4 ja 5 kohtien mukaiset täydentävät palvelut".

³⁵³ Lauriala 2004, 34-35.

³⁵⁴ Lauriala 2004, 39.

Rahasto ja hallinnointiyhtiö voivat tehdä myös erilliset sopimukset Asset Managementin kanssa erikseen sovituista tehtävistä Rahastossa, kuten esimerkiksi taloushallintoon liittyvä raportointi ja muu raportointi, yleisyhtiöhallinto sekä sijoituskohteisiin liittyvät toimet. Tällöin Asset Management tekee vastaavasti sopimukset Rahaston omistamien Kiinteistöyhtiöiden kanssa tehtävistä, kuten yleiset isännöintiin liittyvät toimet (hallinto, taloudenpito, kiinteistönpito, korjausrakentaminen ja tilojen vuokraus³⁵⁵).

Ohessa esimerkkikaavio (kaavio 3) Rahaston rakenteesta, jossa hallinnointiyhtiön omistajina toimivat Rahaston osakkaat (välttämättä kaikki Rahaston osakkaat eivät toimi hallinnointiyhtiössä), niiden sijoitustoiminnasta vastaavien sijoitusjohtajien edustaessa osakkaita, yhdessä Asset Managementin kanssa, sen sijoitusammattilaisten edustaessa varainhallinnanhoitoyhtiötä. Opinnäytetyön kohdassa 4.1 käsitellään tarkemmin Rahaston toiminta toimikauden aikana.



Edellä mainituissa kaavioissa 2 ja 3 Rahaston omistamat sijoituskohteet, kohdeyhtiöt³⁵⁶, on kuvattu yhtiömuodoltaan tyypillisiksi keskinäisiksi kiinteistöosakeyhtiöiksi. Asunto-osakeyhtiölain (1599/2009) 28 luvun 2 §:n mukaisesti yhtiö on kiinteistöosakeyhtiö, kun sen tarkoituksena on omistaa ja hallita ainakin yhtä rakennusta tai sen osaa ja osakkeet antavat oikeuden hallita yhtiön yhtiöjärjestyksessä määrättyä huoneistoa tai muuta osaa rakennuksesta tai hallinnassa olevasta kiinteistöstä, kun taas asuinhuoneisto on asunto-osakeyhtiölain 1 luvun 2 §:n mukaisesti tila, jossa yli puolet lattiapinta-alasta on varattu asuinhuoneistoksi. Keskinäiseen kiinteistöosakeyhtiöön sovelletaan osakeyhtiölakia, kun yhtiön yhtiöjärjestyksessä on näin määrätty, muutoin sovelletaan asunto-osakeyhtiölakia³⁵⁷.

³⁵⁵ Isännöinnin käsikirja 2015, tuotekuvaus.

³⁵⁶ Lauriala 2004, 34.

³⁵⁷ PRH. Keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö.

Hallinnointiyhtiö muodostaa yhdessä Rahaston kanssa konsernin, jossa hallinnointiyhtiö on emoyhtiö, koska se tekee Rahastossa päätökset. Rahasto on konsernissa tytäryhtiö. Rahasto on emoyhtiö alakonsernille, jonka muodostavat Rahasto ja sen kokonaan omistamat Kiinteistösaakeyhtiöt, eli Rahastolle hankitut ja sen omistamat sijoituskohteet.

Kerrostuneesta sopimusverkosta³⁵⁸ johtuen toteutuu kerrostunut kulujen laskutus, joka on usein sidottu Rahaston kokoon³⁵⁹. Hallinnointiyhtiön ja Rahaston väliseen palkkiolaskutukseen on monia eri tapoja ja hallinnointipalkkion perusteena voi olla Rahaston alussa sijoitustoumusten kokonaismäärä ja Rahaston lopussa sijoitetun pääoman kokonaismäärä³⁶⁰.

Käytännössä Hallinnointiyhtiö laskuttaa Rahastolta hallinnointipalkkiota sen kulujen kattamiseksi. Hallinnointiyhtiöllä voi olla henkilökuntaa, sille hankittuja tai vuokrattuja toimitiloja, henkilökunnan kuluja ynnä muuta. Rahasto voi laskuttaa edellä mainitut kulut puolestaan osakkailta. Käytännössä tämä kulu voidaan laskuttaa hallinnointipalkkioina osakkailta vähentämällä kulu, osakkaiden omistuksien suhteessa, osakkaille maksettavista Rahaston tuotoista erikseen sovituin aikavälein (esimerkiksi 1 kk tai 3 kk välein). Asset Management laskuttaa puolestaan Rahastolta, Hallinnointiyhtiöiltä sekä Kiinteistöyhtiöiltä omat managementpalkkiot ja muut mahdolliset erillislaskutusten kautta syntyneet kulut, jotka eivät ole sisällyneet sopimukseen tai jos erillislaskutukseen piiriin liittyvistä tehtävistä on esimerkiksi erikseen sovittu sopimuksissa.

4.1 Rahaston toiminta toimikauden aikana

Hallinnointiyhtiö on osakeyhtiö³⁶¹. Osakeyhtiölain (624/2006) 6 luvun 1 §:n mukaisesti on osakeyhtiössä (tässä Hallinnointiyhtiö) on oltava hallitus, joka osakeyhtiölain 6 luvun 2 §:n mukaisesti huolehtii yleistuimivallalla yhtiön hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä, ellei osakeyhtiölain 5 luvun 2 §:n mukaisesti edellä mainitun yleisen toimivallan asioita ole siirretty yhtiökokouksen päätettäväksi. Hallinnointiyhtiön hallituksen jäseninä voivat toimia suoraan osakkaiden edustajina heidän sijoitusjohtajansa sekä mahdollisesti Asset Managementin sijoitusammattilainen. Tällöin hallituksessa päätäntävaltaa käyttävät käytännössä suoraan äänettömät yhtiömiehet, eli sijoittajat. Asset Management toimii Rahastossa vain sopimusten pohjalta ja hallituksen ja osakeyhtiölain 6 luvun 1 §:n mukaisesti hallituksen valitseman toimitusjohtajan oheistuksen mukaisena käytännön hallinnon hoitajana. Käytännössä voi myös olla tilanteita, ettei hallituksessa ole kaikkien osakkaiden edustajia ja silloin Rahasto

³⁵⁸ Lauriala 2004, 40.

³⁵⁹ Rakli. Epäsuora sijoittaminen. Kiinteistöpääomarahastot.

³⁶⁰ Lauriala 2004, 37.

³⁶¹ Lauriala 2004, 33.

järjestää osakkaille erikseen sovituin aikavälein sijoittajaneuvoston kokouksia, joissa Rahaston kaikille osakkaille informoidaan Rahaston toiminnasta. Sijoittajaneuvoston kokouksissa ei kuitenkaan tehdä Rahastoon liittyviä päätöksiä. Myös hallitusammattilaisten käyttö hallituksessa on mahdollista, jos osakas syystä tai toisesta ei ole, tai halua olla, edustettuna hallitus-toiminnassa.

Hallinnointiyhtiön hallituksen jäsenenä voi toimia myös vain Asset Managementin edustajat, jolloin he, vastuunalaisen yhtiömiehen roolissa, tekevät päätökset, osakkaiden kanssa sovittujen rajojen sisällä, äänettömien yhtiömiesten puolesta. Hallinnointiyhtiö raportoi tällöin kuitenkin säännöllisesti toimintaansa Rahaston sijoitusneuvostolle³⁶², jolloin äänettömät yhtiömiehet pääsevät vaikuttamaan tätä kautta Rahaston toimintaan tai päätöksiin.³⁶³

Rahaston perustamisvaiheessa on sovittu osakkaiden kesken Rahaston toimikauden pituudesta ja optiosta sen jatkamiselle, esimerkiksi 1-2 vuodella kerrallaan³⁶⁴. Koska Rahasto on suljettu rahasto, sen toimikauden pituus on määräaikainen, esimerkiksi 8-10 vuotta³⁶⁵. Lisäksi Rahaston osakkaat voivat päättää sijoituskaudesta ja sijoituskauden päättämisestä. Sijoituskausi voi olla lyhyempi kuin Rahaston toimikausi. Käytännössä tämä voi tarkoittaa sitä, että Rahasto hankkii sijoituskohteita erityisesti Rahaston perustamisvaiheen jälkeen ja tekee päätöksen sijoituskauden päättämisestä, kun Rahaston katsotaan tulleen täydeksi. Toisaalta Rahasto voi hankkia, myydä ja kehittää sijoituskohteitaan koko toimikautensa ajan.

Hallinnointiyhtiön hallituksen kokous tekee Rahaston päätökset. Hallitus käsittelee ja päättää kokouksissaan Rahaston ensimmäisen hallituksen kokouksen yhteydessä sovitun hallituksen työjärjestyksen mukaiset asiat. Sellaisia ovat muun muassa sijoituskohteiden hankintaan tai myymiseen ja niiden hallinta-aikaisiin toimiin liittyvät asiat, kuten rahoitus, lisäinvestoinnit tai peruskorjaukset.

Rahasto hallinto voi toimia esimerkiksi Rahaston hallinnointiyhtiön hallituksen kokouksessa hyväksytyn vuosikellon mukaisesti.

Ohessa esimerkkikaavio hallinnointiyhtiön hallituksen vuosikellosta (kaavio 4).

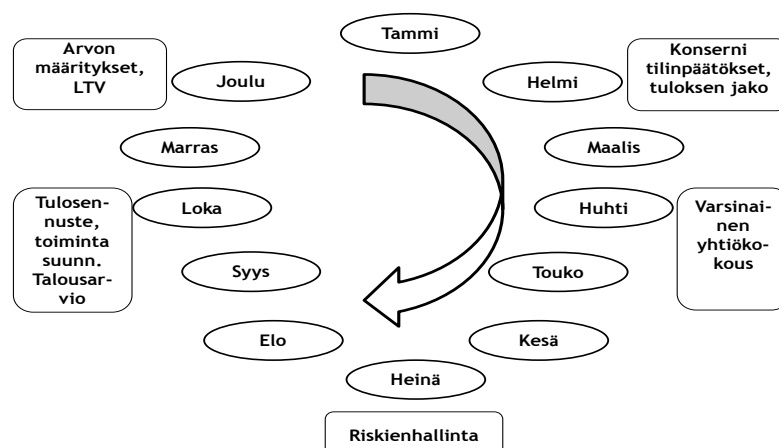
³⁶² Lauriala 2004, 40; sijoitusneuvosto käyttää Rahaston asioista päätettäessä aitoa valtaa.

³⁶³ Lauriala 2004, 40.

³⁶⁴ Lauriala 2004, 35.

³⁶⁵ Pwc. Kehittyvä rahastojuridiikka 2007, 17.

RAHASTO (KY) HALLITUKSEN VUOSIKELLO - esimerkki malli



Vuosikello voi toimia hallituksen, toimitusjohtajan sekä mahdollisen Asset Managementin apuvälineenä toimille, jotka toistuvat vuosittain ja jotka ovat joko lakisääteisiä, kuten osakeyhtiölain 5 luvun 3 §:n mukaiset tilinpäätökseen ja varsinaiseen yhtiökokoukseen liittyvät toimet tai jotka ovat muutoin Rahaston hallinnon kannalta tärkeitä vuosittain läpikäytäviä toimia, kuten esimerkiksi tulokseen liittyvät talousarvio ja muut ennusteet, Rahaston toimintasuunnitelmat sekä tarvittaessa Rahaston omistamien kiinteistöjen arvojen määrittäykset. Rahaston talousarvio voi käsittää laajan ja yksityiskohtaisen ennusteen seuraavan vuoden tuloista ja menoista kiinteistösiirtokohdekohtaisesti. Talousarvion toteutumista seurataan esimerkiksi kuukausittain tehtävällä toteumaraportoinnilla, jossa samalla ennustetaan loppuvuotta toteuman mukaisesti. Tyypillisesti Rahaston tuloja ovat sen sijoituskohteista, kiinteistöistä, saatavat vuokratulot. Tyypillisiä menoeria ovat kiinteistöihin kohdistuvat hoitomenot, käytännössä Rahaston omistajan roolissa niihin suorittamat hoitovastikkeet, jotka kattavat esimerkiksi kiinteistökohtaisesti toistuvia kuluja kuten isännöintipalkkiot, vakuutusmaksukulut ja kiinteistöverot sekä korjausvastikkeet, jos kohteessa suoritetaan peruskorjauksia sekä rahoitusvastikkeet, jos kohteessa suoritetaan lainarahalla toteutettavia lisäinvestointeja tai kohteessa on muista syistä lainaa. Kiinteistöön kohdistuvassa vuokrasopimuksessa on voitu määritellä kiinteistöön kohdistuvien kulujen jakautumisesta omistajan ja vuokralaisen välillä.

Vuokrasopimuksen mukaan vuokralainen voi vastata kaikista kiinteistöön kohdistuvista kuluista (*triple net lease*) tai vuokran lisäksi vuokralainen suorittaa, erillislaskutuksella, esimerkiksi vakuutuksesta ja kiinteistöverosta syntyvät kulut (*douple net lease*)³⁶⁶.

³⁶⁶ Helsingin Yliopisto. Sale and leaseback järjestelyn ongelmakohtia 2005, 28. Ks. myös opinnäytetyön 4.1.1 Rahaston sijoitusprosessi, kohta 4.

Muita menoeriä Rahastolle syntyy liiketoiminnan muista kuluista eli niin sanotuista omistajan omista kuluista kuten erilaiset palkkiot (tilintarkastuspalkkiot, asiantuntijapalkkiot, managementpalkkiot) tai korjausvastikkeet peruskorjauskuluista, jotka ovat omistajan vastuulla. Myös rahoituskulut voivat olla Rahastossa suuri menoerä. Jos Rahasto on käyttänyt velkavipua hankinnoissaan, voi velan määrä suhteessa Rahaston kokoon olla puolet tai jopa enemmän. Rahaston toimintasuunnitelma tehdään aina toiminnan seuraavaa vuotta varten. Suunnitelma kertoo Rahaston sen hetkisestä tilasta, seuraavan vuoden toimintatavoitteista ja niiden toteutustavoista sovitun strategian mukaisesti sekä sen seurannasta ja arvioinnista. Toimintasuunnitelman voi laatia Rahastolle valittu toimitusjohtaja. Arvojen määritykset ovat tärkeitä ennen kaikkea silloin, jos hankintavaiheessa on otettu luottolaitoksilta lainaa ja jos hankittavat sijoituskohteet ovat olleet vakuutena myönnettyille lainoille. Kiinteistöjen arvot ilmoitetaan vuosittain luottolaitoksille, jotka mittaavat niiden perusteella luototusastetta vakuuksiin nähden (*LTV, loan to value* saadaan, kun jaetaan lainojen määrät vakuuksien arvoilla³⁶⁷). Mikäli LTV-arvot eivät toteudu luottoehdoissa eriteltyjen ehtojen mukaisesti, Rahastolle seuraa luottoehdoissa määritellyjä erityisehtoja (*kovenantteja*³⁶⁸). Kovenantit voivat toteutua esimerkiksi ylimääräisinä lainanlyhennyksinä tai lainaehtojen pysyvinä tai määräaikaaisina muutoksina. Osa kovenanteista voi olla myös LTV-arvoista riippumattomia, esimerkiksi tiedonantoon liittyviä ehtoja, kuten tilinpäätöstietojen toimittaminen luottolaitoksille tiettyyn aikaan mennessä tilinpäätösten vahvistamisesta³⁶⁹.

Hallitus voi vuosikelloon merkittyjen vuosittain toistuvien toimien lisäksi käsitellä esimerkiksi joka kokouksessa käsiteltäviä asioita, kuten esimerkiksi toimitusjohtajan katsaukset, sijoituskohteisiin liittyvät lisäinvestointi- tai muutoshankkeet ja muut raportoinnit (kk, kvartaali ynnä muut Rahaston toimiin liittyvät informatiiviset raportit, ks. tarkemmin raportoinnista kohdassa 4.1.2 Rahaston tuottolaskelmat ja voitonjako). Riskienhallinta on tärkeä osa myös Rahaston hallituksen toiminnassa. Lain eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta, joka astuu voimaan 1.1.2017, 3 luvun 11 §:n mukaiset riskiluokat (ks. tarvittaessa opinnäytetyön 3.2.2 Riskiluokitus, kohdassa 3; esimerkkejä riskiluokista), esimerkiksi 6, 11, 12 ja 15 kohtien mukaiset korkoriski, asuinkiinteistöjen ja rakentamattomien kiinteistöjen sekä kaupallisten ja muiden rakennettujen kiinteistöjen kiinteistöriski tai tuottovaahtimusriski, ovat jatkossa edellä mainitun lain 1 luvun 2 §:n mukaisesti huomioitava siten, että kunkin sijoituksen kohdalla on huomioitava kaikki sijoitukseen kohdistuvat olennaiset riskit.

Rahaston hallituksen kokousten päätökset kirjataan osakeyhtiölain 6 luvun 6 §:n mukaisesti kokouspöytäkirjaan, jonka allekirjoittaa hallituksen puheenjohtaja ja ainakin yksi hallituksen

³⁶⁷ Finanssivalvonta. Riskienvalvonta. LtV määrittely, 1.

³⁶⁸ Lauriala 2004, 247.

³⁶⁹ Lauriala 2004, 156.

jäsen. Käytännössä pöytäkirjan laatii usein Asset Managementin edustaja sihteerin roolissa ja pöytäkirjan allekirjoittavat aina kaikki kokouksessa mukana olleet hallituksen edustajat. Osakeyhtiölain 6 luvun 3 §:n 2 kohdan mukaan hallitus on päätösvaltainen, kun hallituksessa yli puolet sen jäsenistä on paikalla. Osakeyhtiölain 6 luvun 3 §:n 1 kohdan mukaan päätökseksi tulee hallituksen jäsenten enemmistön päätös tai tasatilanteessa ratkaisee puheenjohtajan ääni.

4.1.1 Rahaston sijoitusprosessi

Rahaston alkuvaiheessa osakkaiden keskenään sopimassa Rahaston toimintaan liittyvässä osakassopimuksessa on voitu sopia Rahaston sijoitusstrategiasta, jonka mukaisesti Rahaston hallitus, käytännössä usein Rahastolle valittu toimitusjohtaja, aloittaa kiinteistösijoituskohteiden hankinnan. Usein on myös niin, että Rahasto saa itse suoraan eri toimijoilta sijoitusehdotuksia³⁷⁰. Sijoituskohteiden kartoittamisessa Rahaston omien verkostojen merkitys toimialueella onkin suuri³⁷¹.

Sijoitusten hankintavaiheessa voidaan käyttää apuna alalla toimivia asiantuntijapalveluita (ks. tarvittaessa opinnäytetyön kohta 3.1 Sijoitusuudistus, kohta 4 ”laki työeläkevakuutusyhtiöistä 9 luvun 27 §:n 4 ja 5 kohtien mukaiset täydentävät palvelut”), kuten esimerkiksi yrityksiä, jotka voivat neuvoa Rahastoa sen kiinteistöjen myynti- ja ostohankinnoissa, kiinteistöjen arvioinneissa ja analyyseissä, tilojen välityksessä sekä kiinteistö- ja toimitilajohtamisen palveluissa³⁷². Myös kiinteistöihin ja rakentamiseen sekä pääomasijoittamiseen erikoistuneita asianajotoimistoja voidaan käyttää apuna³⁷³. Jos Rahastolla on valittu toimitusjohtaja, hän esittelee Rahaston hallituksen kokouksessa sijoituskohdetta hallitukselle ja toimittaa mahdollisesti siihen liittyvää materiaalia päätöksen tekoa tai jatkoselvittelyä varten. Tämä vaihe voi kestää useita kuukausia ja sinä aikana hallitus, toimitusjohtaja ja mahdollisesti Asset Management selvittävät kohteen sopivuutta Rahastolle, laskevat erilaisia kassavirta- ja tuottolaskelmia sekä täydentävät taustatietoja myyjästä, sijoituskohteesta ja esimerkiksi tulevasta sijoituskohteen vuokralaisesta sekä tilojen vuokrausasteesta ja tulevasta tarvittavasta vuokra-ajasta.

Kun hallitus on saanut kohteesta riittävästi alustavaa tietoa ja päättää sen pohjalta jatkaa sijoituskohteen selvittelyä, toteutetaan sijoituskohteesta usein tarkempi tarkastus, *Due diligence*. Koska riskien kannalta tämä vaihe on tärkeä Rahastolle ja itse investointi voi olla jo lähellä, tarkastus pyritään toteuttamaan mahdollisimman kattavasti.³⁷⁴ Due diligence -tarkas-

³⁷⁰ Lauriala 2004, 56.

³⁷¹ Capman. Sijoituskohteiden kartoittaminen.

³⁷² Hyödynnetty yhden alan toimijan verkkosivuja: Newsec. Historia.

³⁷³ Hyödynnetty yhden alan toimijan verkkosivuja: Castrén & Snellman. Palvelut.

³⁷⁴ Lauriala 2004, 56.

tus voi sisältää teknisen, kaupallinen sekä juridisen (*legal due diligence*) tarkastuksen. Erityisesti tässä vaiheessa Rahasto käyttää ulkopuolisia asiantuntijapalveluita. Tarkastus on välttämätön, koska hankittavasta kohteesta ei välttämättä ole saatavilla riittävästi julkista tietoa ja, koska sillä Rahasto pyrkii välttämään virheinvestoinnin mahdollisuuden.³⁷⁵ Tarkkaa lain sääntelemää määrämuotoa sijoitusanalyysille ei ole³⁷⁶. Tarkastuksessa analysoidaan erityisesti mitä lisätietoa saadaan hankittavan kohteen taloudellisesta tilanteesta, kohteeseen liittyvistä sopimuksista ja sitoumuksista, mikä on kohteen asema markkinoilla ja kuinka kohteen liiketoimintamallin katsotaan kestävän hankinnan jälkeen³⁷⁷. Legal due diligence -tarkastuksessa voidaan esimerkiksi selvittää sellaisia vastuuseen liittyviä kysymyksiä, jotka eivät selviä hankittavan kohteen taseesta ja sen liitteistä³⁷⁸. Samanaikaisesti tarkastuksen kanssa voidaan käydä neuvotteluja luottolaitosten kanssa hankinnan rahoittamisesta, mikäli hankintaan on päätetty käyttää lainarahaa.³⁷⁹ Selvitysvaiheessa luottolaitokset antavat indikaatiivisia luotto päätöksiä ja vasta tarkastuksen lopputuloksen ollessa sellainen, että Rahasto päättää toteuttaa hankinnan, antaa valittu luottolaitos lopullisen lainapäätöksensä.

Due Dilligence -tarkastuksen kanssa samanaikaisesti toteutetaan myyjän kanssa hankittavasta kohteesta esi- tai aiesopimus, eli *term sheet*. Esi- tai aiesopimuksessa sovitaan esimerkiksi sijoituskohteen osalta alustavista rahoituksellisista ja juridisista ehdoista. Aiesopimus voi olla luonteeltaan osapuolia vielä sitomaton juridinen dokumentti, mutta usein sopimuksessa sovitaan esimerkiksi tarkastusvaiheen kustannusten jaosta osapuolten välillä. Käytännössä osapuolet ovat vahvasti sitoutuneet alan liiketoimintakumppaneina ja siksi oman maineen säilytyksen kannalta sopimuksen, eli sijoituksen loppuun saattamiseen ollaan sitoutuneita ja aiesopimus toimii lopullisten sopimusneuvottelujen pohjana.³⁸⁰

Rahaston hallitus käsittelee kokouksessa due diligence -tarkastuksen tulokset ja joko päättää toteuttaa tai jättää toteuttamatta kaupan. Jos kauppa toteutetaan, hallitus päättää aloittaa kaupantekovalmistelut ja päättää sijoitusselvityksen pohjalta pääoman kutsusta Rahaston osakkailta niiden sijoitussitoumusten mukaisesti.³⁸¹

Pääomakutsuille ja maksupäiville on Rahastossa voitu sopia tarkat määräajat, joten kutsun lähettäminen ja osakkaiden maksamien suoritusten tulee toteutua tulevaan kauppaan nähden oikea-aikaisesti. Usein pääomien kutsumisen hoitaa käytännössä Asset Management ja halli-

³⁷⁵ Lauriala 2004, 58.

³⁷⁶ Lauriala 2004, 60.

³⁷⁷ Capman. Sijoituksen tekeminen.

³⁷⁸ Lauriala 2004, 58.

³⁷⁹ Capman. Sijoituksen tekeminen.

³⁸⁰ Lauriala 2004, 53-55.

³⁸¹ Lauriala 2004, 39.

tuksen päätökseen kirjataankin, että kutsut lähetetään sovittujen ehtojen mukaisesti esimerkiksi muutamia päiviä ennen virallista kaupantekopäivää. Hallitus tekee päätöksen myös rahoittajasta. Alustavien neuvotteluiden aikana on voitu saada kilpailutuksen kautta useita indikatiivisia tarjouksia eri luottolaitoksilta. Hallitus voi päättää tässä vaiheessa myös esimerkiksi valtuuttaa toimitusjohtajan neuvottelemaan lopullisista rahoitussopimukseen ja mahdollisesti toteutettavaan johdannaissopimukseen liittyvistä ehdoista. Usein Asset Management on taustalla avustamassa käytännön tasolla kaupanteko- ja rahoitusprosessiin liittyvissä asioissa, kuten vakuudet, rahojen siirrot ja dokumenttien allekirjoittamisprosessista hoitaminen.

Kun kaupantekoon liittyvä dokumentaatio ja sopimukset ovat täysin valmiita, toteutetaan kauppa. Kaupanteossa, joka toteutetaan usein rahoituslaitoksen tai asiantuntijapalveluita antavan asianajotoimiston tiloissa, ovat mukana Rahaston hallituksen kaupparekisterin mukaisesti sovittu määrä allekirjoitusoikeuden omaavia henkilöitä, usein hallituksen puheenjohtaja ja toimitusjohtaja, ellei toimitusjohtajaa ole hallituksen toimesta valtuutettu yksin kaupantekoon, sekä mahdollisesti Rahaston käyttämien asiantuntijapalveluiden (asianajotoimiston) edustajat, kaikki edellä mainitut ostajan roolissa, myyjän ja mahdollisesti heidän käyttämien asiantuntijapalveluiden (asianajotoimiston) edustajat, rahoituslaitoksen edustajat sekä usein Asset Managementin edustajat. Kaupantekotilaisuudessa allekirjoitetaan kaikki kauppaan ja rahoitukseen liittyvät dokumentit sekä siirretään kauppahinta ostajalta myyjälle. Kaupan kohteena olevat kohteet ovat erilaisia, joten myös kaupantekotilaisuudet voivat dokumenttien ja toimien sekä edustajien osalta vaihdella suuresti. Edellä on esitetty vain yksi esimerkkimalli. Kun kauppa on toteutunut, käsittelee Rahaston hallitus toteutuneen kaupan ja liittää allekirjoitetut dokumentit pöytäkirjan liitteeksi ja arkistoi pöytäkirjan osakeyhtiölain 6 luvun 6 §:n mukaisesti. Tämän jälkeen hankittu kohde on siirtynyt Rahaston omistukseen ja käytännön hallinnon hoitamisen aloittaa Asset Management, joka tekee uudesta kohteesta sovitut palvelusopimukset ja ottaa hallinnan hoitamisen haltuun.

Tyypillinen hankintakohde Rahastolle voi olla *sale and lease back* tyyppisen järjestelyn kautta hankittu kohde, jossa kiinteistön omistaja myy omistamansa tilan kauppakirjalla Rahastolle ja vuokraa saman tilan pitkäaikaisella, esimerkiksi *triple net tai double net lease*³⁸² tyyppisellä vuokrasopimuksella takaisin Rahastolta. Kaupan yhteydessä on voitu sopia, että vuokralaisella on vuokrasopimuksen mukaisen vuokra-ajan jälkeen optio ostaa tilat takaisin.³⁸³ Motiivina järjestelylle voi olla esimerkiksi yritykselle myynnistä saatavien likvidien varojen käyttö yrityksen ydintoimintaan³⁸⁴.

³⁸² Helsingin Yliopisto. Sale and leaseback järjestelyn ongelmakohtia 2005,28.

³⁸³ Helsingin Yliopisto. Sale and leaseback järjestelyn ongelmakohtia 2005,4.

³⁸⁴ Helsingin Yliopisto. Sale and leaseback järjestelyn ongelmakohtia 2005,2.

Jos sopimuksessa ei ole osto-optiota tai vuokralaisella ei ole velvoitetta sitä käyttää, tilat jäävät vuokra-ajan päättymisen jälkeen Rahaston omistukseen ja vuokrasopimusta voidaan esimerkiksi yrittää jatkaa vuokralaisen kanssa joko vanhoilla tai uusilla neuvotelluilla sopimusehdoilla. Käytännössä on usein vuokrasopimuksessa sovittu myös siitä, että vuokra-ajan jälkeen vuokralaisella on optio jatkaa vuokra-aikaa esimerkiksi 5 vuodella. Muutoin vuokralainen lähtee tiloista ja Rahasto joko hankkii tiloihin uudet vuokralaiset tai pyrkii realisoimaan kohteen. Kohteen myynti voi alkaa ennen alkuperäisen vuokralaisen vuokra-ajan päättymistä ja kohde myydään vuokrattuna.

Koska Rahastolla on rajattu toimikausi, se pyrkii realisoimaan Rahaston omistamia kiinteistösijoituskohteista ennen toimikauden päättymistä myymällä ne joko erikseen, osaportfolio kerrallaan tai kaikki Rahaston kohteet kerralla³⁸⁵. Ostajia voi olla yksi tai useita. Ostajana voi olla esimerkiksi alkuperäinen vuokralainen tai toinen kiinteistösijoittaja (myyminen kolmannelle osapuolelle *Trade sale*).³⁸⁶

Myyntiprosessi kaikkien sijoituskohteiden osalta (exit vaihe) voi kestää Rahaston toimikauden loppupuolella useita vuosia. Myyntiprosessi toteutuu tarkkuudeltaan vastaavalla tavalla kuin hankintavaiheessa. Myynti voidaan aloittaa kartoittamalla esimerkiksi myytävien kohteiden järjestys. Toimitusjohtaja voidaan valtuuttaa kilpailuttamaan sopivat ulkopuoliset välittäjätahot kohteiden ostajien hankinnassa. Rahaston hallitus määrittelee kohteelle velattoman myyntihinnan, jossa huomioidaan hankintavaiheen kauppahintakustannukset, mahdolliset lainaosuudet, myyntivaiheen kustannukset ja Rahaston edellyttämä tuotto. Velaton myyntihinta voi myynnin kartoitusvaiheessa olla liukuva ja jos Rahasto käyttää välittäjää ostajan löytämisessä, välittäjätahoa voidaan motivoida erilaisin onnistumis-/kannustinpalkkioin esimerkiksi nopeasta ostajahankinnasta tai kohteen ostajan löytämisestä Rahaston haluamalla korkeimmalla velattomalla myyntihinnalla. Rahaston hallitus saa toimitusjohtajan esityksen kautta tutustua ostajaehdokkaisiin ja kun tietoa on kertynyt hallitukselle tarpeeksi, voi hallitus päättää sijoituskohteen myyntiprosessin aloittamisesta. Usein ostajaehdokas toteuttaa sijoituskohteessa vastaavanlaisen tarkemman tarkastuksen kuin Rahasto teki ostovaiheessa (myyntivaiheen due diligence). Samoin esi- ja aiesopimusta (term sheet) voidaan käyttää ennen lopullista kaupantekoa. Kaupanteossa osapuolet voivat tässäkin tilanteessa käyttää muita asiantuntijapalveluita kuten asianajotoimistoja myynnin loppuun saattamiseksi. Samassa yhteydessä Asset Management on taustalla toiminut kauppaa avustavassa roolissa ja on esimerkiksi toimittanut myytävästä sijoituskohteesta kaikki tekniset, hallinnolliset ja kirjanpidolliset dokumentit myyjätaholle. Myyjätahoa voi kiinnostaa kuinka kiinteistöä on hoidettu ostajan (Rahaston) hallinta-aikana, ovatko vuosikorjaukset ja pitkänajan toimintasuunnitelman (PTS) mukaiset pe-

³⁸⁵ Lauriala 2004, 199.

³⁸⁶ Lauriala 2004, 208.

ruskorjaukset hoidettu asiallisesti tai jos kohteessa on suoritettu lisärakentamista, ne on huolellisesti toteutettu eikä niihin liittyviin mahdollisiin takuutöihin kohdistu ongelmia tai ne on saatettu loppuun. Kun kauppa on saatettu loppuun ja hallituksen kokouksessa on tehty siihen liittyvät kirjaukset, päätetään sijoituskohteen osalta pääoman ja sijoitusten tuottojen palauttamisesta Rahaston osakkaille. Tässä yhteydessä Rahaston osakkaille raportoidaan lopullinen investoinnin kannattavuus sisäisellä korkokannalla (IRR).

4.1.2 Rahaston tuottoarvot ja voitonjako

Finanssivalvonta on oheistanut vakuutuslaitoksia sijoitusten tiedonkeruusta annetulla ohjeella (koskee kaikkia sijoituslajeja), jonka mukaisesti yli vuoden mittaisen aikavälin nimellistuotto-prosentilla tarkoitetaan sijoitusten kumulatiivista tuottoa koko kalenterivuoden aikana sisältäen sijoituslajeille kohdistumattomat tuotot, kulut ja sijoitustoiminnan liikekulut. Sitoutunut pääoma tarkoittaa kauden alun markkina-arvoa lisättynä kauden aikana päivittäisillä tai kuukausittaisilla aikapainotetuilla kassavirroilla, jotka saadaan laskemalla kauden aikana toteutuvat kassavirrat painotettuina suhteellisella osuudella koko kauden pituudesta, jota on jäljellä tapahtumapäivästä tai -kuukauden puolivälistä kauden loppuun (aika- ja rahapainotus).³⁸⁷ Vakuutusyhtiöt antavat tietoa jaksossa, joka on joko vuosi tai saman kalenterivuoden 1-3 neljänestä. Suurimmat yksityisen kuin julkisen alan eläkeyhtiöt julkistavat tuottolukujaan jokaisen neljänneksen jälkeen kalenterivuoden alusta lukien.³⁸⁸

Kiinteistöihin sijoittavat rahastot saavat tuottoonsa niiden nettotuotosta ja toisaalta kiinteistöjen arvonnoususta. Nettotuotolla tarkoitetaan kiinteistöistä saatavia vuokratuottoja, joista on ensin vähennetty kiinteistöjen hoitoon liittyvät hoitokulut. Nettotuottoon vaikuttaa kiinteistöjen omat ominaisuudet, sijainti, käyttöaste ja yleinen vuokratason kehitys. Kiinteistöjen arvonnousu on yleensä sidottu inflaatiokehitykseen ja siksi kiinteistöihin sijoittamisen on katsottu olevan hyvä suoja inflaatiota vastaan. Kokonaistuottoa määriteltäessä on kiinteistöjä arvostettava säännöllisesti (ks. myös opinnäytetyön 4.1 Rahaston toiminta toimikauden aikana, kohta 7). Kiinteistön todellinen arvo selviää toteutuneiden kiinteistökauppojen kautta, vertailemalla kiinteistöjen arvoja toisiin kiinteistöihin, joille on tiedossa toteutunut kauppahinta tai nettotuottojen perusteella, jossa on huomioitu diskonttaamalla tulevat tuottovaatimuksen mukaiset tuotot.³⁸⁹

Rahaston osakkaiden kesken tehdyssä osakassopimuksessa on sovittu osakkaille tuotettavista raportoinneista. Vuositason talousraportoinnin, tilinpäätösten, lisäksi Rahastosta voidaan ra-

³⁸⁷ Finanssivalvonta. Ohje. VG Vakuutuslaitosten sijoitukset 2011, 3.

³⁸⁸ Tela. Keskituoton laskenta 2011.

³⁸⁹ Vatanen 2013, 196.

portoida tietoja osakkaille ja sen mahdollisille rahoittajatahoille kvartaaleittain, jolloin raportti sisältää Rahaston viimeisen 3 kuukauden tapahtumat. Raportoitavia tapahtumia voivat olla esimerkiksi hankinnat, siihen pyydettyt pääomat, jäljellä olevat käyttämättömät ja jo aiemmin käytetyt pääomat, mahdolliset nostetut tai takaisinmaksetut luotot, sijoituskohtaiset tiedot, sekä kiinteistösijoituksen tuotot, joita esitetään tarkemmin sijoituskohtaisesti. Rahaston Hallinnointiyhtiön hallitukselle voidaan raportoida tätä vielä useammin, esimerkiksi kuukausittain. Raportointi sisältää tällöin koosteen kaikkien Rahaston sijoituskohteiden sen hetkisestä toteumasta ja loppuvuoden ennusteesta, jota verrataan Rahastolle tehdyn budjetin arvoihin.

Rahaston raportoinnin ja tuottolaskelmat tuottaa käytännössä Asset Management, kun Rahasto on tästä Asset Managementin kanssa niin sopinut. Rahaston tuottolaskelmissa lasketaan Rahaston tuotot (bruttovuokratuotto euroissa), vuokralaisen suorittamat vuokratuotot sijoituskohteesta (kiinteistöosakeyhtiöstä) ja hoitomenot, jotka ovat Rahaston suorittamia hoitovastikekuluja omistamiinsa sijoituskohteisiin (kiinteistöosakeyhtiöihin). Vuokratulojen ja hoitomenojen erotuksesta muodostuu nettovuokratuotto. Liiketoiminnan kulut (omistajakulut), esimerkiksi korjaus- tai hallintokulut sekä mahdollisesti tehtävät poistot, myyntivoitot tai tappiot vähentämällä nettovuokratuotosta muodostuu Rahaston liikevoitto. Jos Rahastolla on rahoituskuluja, käytännössä rahalaitoslainojen korkoja, saadaan ne vähentämällä liikevoitosta Rahaston (tilikauden) tulos. Raportti sisältää tiedot Rahaston rahavaroista, jotka ovat Rahaston tileillä (kassassa) sillä hetkellä olevia rahavaroja. Rahavarat muodostuvat käytännössä aina edellisen jakson (esimerkiksi 1 kk) rahavaroista lisättynä edellisen kauden tulos vähennettynä esimerkiksi jaetut varat osakkaille. Rahavarat voivat sisältää lisäksi varauksia sellaisille tuleville investoinneille, joita varten kassassa on jo varoja tai ne voivat sisältää muita mahdollisia saatavia. Raportilla kerrotaan lisäksi vieraan pääoman (rahalaitoslainat) ja oman pääoman (kutsutut pääomapanokset) tiedot. Raportilla kerrotaan myös Rahaston arvo. Rahaston arvo muuttuu raportoinnin aikana esimerkiksi uushankintojen tai myytyjen sijoituskohteiden tai lisäinvestointien johdosta. Rahaston arvoa voidaan ilmaista kirjanpitoarvon, hankinta-arvon, investointiarvon tai markkina-arvon (aina arvio) mukaisesti. Rahaston tuottoarvoja lasketaan eri arvojen perusteella sen mukaan, mitä tietoa osakkaat kulloinkin haluavat raportilla seurata Rahaston eri kehitysvaiheista. Ohessa esimerkkimalli raportista (kaavio 5).

2014	Tammi	Helmi	Maalis...Vuosi	Yht.	Ero	2013	
1000 €	tot.	enn.	enn....	Enn.	Budj.	Tot.	
Bruttovuokratuotot	110	110	110	1320	1320	0	1290
Hoitomenot	20	20	20	240	240	0	235
Yhteensä nettovuokratuotto	80	80	80	960	960	0	1055
Liiketoiminnan muut kulut	25	26	26	311	312	- 1	310
Yhteensä liikevoitto	55	54	54	649	648	1	745

Rahoituskulut	35	25	25	310	300	-10	300
Yhteensä Tulos	20	29	29	339	348	-10	445
1000 000 €					Keskimäärin		
Rahaston arvo	550	550	570	570	566		550
Rahavarat	100	100	110				
Vieras pääoma	250	250	260	260	258		250
Oma pääoma	150	150	160	160	158		150
Varojen jako	5	5	5	60	60	0	60

Raportin määreistä (luvut ei sisällä alv:a) muodostuu Rahaston tärkeimmät raportoitavat tuottoarvot.

NAV (net asset value), Rahaston nettovarallisuus arvo euroina; Rahaston arvo lisättynä rahavarojen yhteissummalla vähennettynä vieraan pääoman määrällä tai pääomapanoksilla (NAV arvoa voidaan laskea usealle Rahaston arvolle).

ROI % (return on investment), sijoitetun pääoman tuotto; Rahaston liikevoitto jaettuna Rahaston investointiarvolla (pääomapanokset + vieraspääoma + rahavarat). ROI % arvoa voidaan laskea useammalle Rahaston arvolle.

ROE % (return on equity), sijoitetun oman pääoman tuotto; Rahaston (tilikauden) tulos jaettuna pääomapanoksilla, lisättynä (tilikauden) tuloksella ja vähennettynä mahdollisesti sijoittajille jaetuilla varoilla (tuotonjako äänettömille yhtiömiehille)

VUOKRAUKSEN NETTOTUOTTO % (Net income from renting); Rahaston nettovuokratuotto jaettuna Rahaston arvolla (voidaan laskea usealle Rahaston arvolle).

VELKAISUUSUHDE % (Indebtedness ratio %); Rahaston arvo jaettuna vieraan pääoman määrällä (voidaan laskea usealle Rahaston arvolle).

Lisäksi sijoituskohteiden myyntivaiheessa lasketaan kohdekohtaisesti investoinnin lopullinen kannattavuus.

IRR (Internal Rate of Return) kohdekohtainen sisäinen korkokanta markkina-arvoisella kauppahintaolettamalla. Mitä suurempi sisäinen korkokanta on tuottovaatimukseen nähden, sen kannattavampi sijoitus on ollut.³⁹⁰

³⁹⁰ Projektin sisäinen korkokanta, projektin kannattavuuden mittareita, 2-7.

Rahaston tuottoarvoja seurataan ja verrataan raportointijakson toteuman ja ennusteen välillä vuositasolla sekä edellisen vuoden toteuma-arvoihin. Tärkeimmät vertailtavat tuottoarvot on laskettu raportilla kuukausitasoisesti, jossa huomioitu 15.-30. päivän välillä toteutuneet tapahtumat aina seuraavan kuukauden raporttiluvuissa (oikaisut) sekä vertailuluvuiksi toteuma-kuukausien tulokset/ennusteluvut painotettuina keskiarvoina koko vuoden jaksolla.

Rahaston vastuunalainen yhtiömies, Hallinnointiyhtiö ja sitä edustava hallitus, on kutsunut Rahastolta sijoituskauden aikana pääomia, kultakin osakkaalta sijoitussitoumuksensa mukaisesti aina sijoituskohteen hankintaa varten sen hankintahetkellä. Näin sijoittajien pääomia ei ole ollut pidettynä reservissä tuottamattomassa muodossa³⁹¹. Pääomaa voidaan kutsua toimikauden aikana myös esimerkiksi jo hankitun sijoituskohteen lisäinvestointia varten tai vaikka Rahaston lainojen lyhennyksiä varten. Käytännössä Rahasto palauttaa sijoitetun pääoman takaisin sijoittajille (osakkaille) sijoituskohteesta irtautumisen jälkeen. Vastaavasti Rahasto jakaa sijoittajille (osakkaille) sijoituskohteesta irtautumisen jälkeen sijoituskohteesta syntyneen voiton huomioiden mahdollisen Hallinnointiyhtiölle sovitun palkkio-osuuden.³⁹² Myös Asset Managementin kanssa on voitu sopia erillisestä palkkiosta kohteen irtautumisvaiheen osalta.

Rahaston osakkaat ovat voineet sopia osakassopimuksessa siitä, että varoja voidaan jakaa osakkaille koko Rahaston toimikauden aikana, esimerkiksi kuukausittain Rahaston kassaan tulleista sellaisista ylimääräiseksi jäävistä varoista, joille ei ole käyttötarvetta Rahaston toiminnassa sillä hetkellä. Tuottoa sijoittajat voivat saada myös Rahaston jakaessa varoja osakkaille tilikauden tuloksesta syntyneen voiton osalta vahvistetun tilinpäätöksen jälkeen sekä mahdollisesti muina ylimääräisinä varojen jakoina Rahaston toimikauden aikana. Lisäksi Rahaston irtautuessa sijoituskohteesta jaetaan mahdollinen myyntivoitto sijoittajille. Varojen jako voi kirjautua osakkaalle joko maksettuna voitonjakona tilikaudella tai pääoman palautuksena, jos varojen jako ylittää kumulatiivisen tuloksen. Varojen jaosta osakkaille raportoidaan säännöllisesti.

4.2 Rahaston tuotto-oletukset ja hyvä sijoituskohte

Rahaston osakkaat voivat sopiva perustamisvaiheessa tehdyssä osakassopimuksessa siitä, minkä suuruista tuotto-olettamaa Rahaston sijoituskohteilta toivotaan. Jos Rahaston toimikauden aikana tapahtuu sijoitustoiminnan osalta muutoksia, esimerkiksi kansalliset tai kansainväliset talouden muutokset, taantumaiset tai kriisit, alkuperäinen tuotto-oletus muuttuu. Kun Rahaston hankkimissa sijoituskohteissa on pitkäaikaiset vuokrasopimukset ja vakaa vuokratuotto, on Rahaston tuotto-oletusennuste myös vakaa koko Rahaston toimikauden.

³⁹¹ Lauriala 2004, 36.

³⁹² Lauriala 2004, 41.

Rahaston suurimpia menoeriä ovat sijoituskohteisiin kohdistuvat hoitokulut, liiketoiminnan muut kulut (niin sanotut omistajakulut), sisältäen omistajalle kuuluvien peruskorjauskulujen korjausvastikekulut ja rahoituskulut. Näistä rahoituskulut, rahalaitoslainojen korkokulut ovat pääsääntöisesti suurin kuluerä. Lisäksi sijoituskohteissa toteutettavat lisäinvestoinnit voivat olla suuria menoeriä Rahastolle. Toisaalta kiinteistösijoituskohteen ylläpitämiseen ja kehittämiseen käytettyjen kulujen täytyy tulla katetuksi riittäväillä vuokratuloilla niihin sijoitettuihin varoihin nähden³⁹³.

Kiinteistösijoituskohteessa toteutetut muut kuin peruskorjaukseen liittyvät korjaus-, muutos- ja lisäinvestointikulut ovat usein vuokravaikutteisia kuluja, joista vuokralainen maksaa erillistä lisävuokraa tai alkuperäistä vuokraa korotetaan sovituin ehdoin syntyneistä kuluista. Toisaalta, vuokrasopimuksessa on voitu sopia, että vuokralainen vastaa vuokra-aikana kaikista sijoituskohteen korjaus- ja muista kuluista. Silloin omistajan tulee seurata ja varmistaa, että kohteessa on päivitetty PTS-suunnitelma (pitkántähtäimen suunnitelma) kiinteistön vuosittaisista ja pidemmän välin, esimerkiksi 5 vuotta, ylläpitokorjauksista ja että vuokralainen myös toteuttaa korjaukset sovitun mukaisesti. Näin sijoituskohteeseen ei pääse syntymään liian suurta korjausvelkaa, jolla on suora vaikutus kohteen jälleenmyyntiarvoon.

Kiinteistösijoituskohteen vuokralaisella voi olla halu tai tarve laajentaa vuokraamansa kiinteistön tiloja oman liiketoiminnan kehittymistarpeesta johtuen. Lisäinvestointi- ja muutostöistä sovitaan tällöin osapuolten kesken joko alkuperäisen vuokrasopimuksen ehtojen mukaisesti tai esimerkiksi erillisellä sopimuksella ja lisäinvestointi toteutetaan sijoituskohteessa omistajan valvomana joko kokonaan omistajan varoilla, eli sijoitetuilla pääomapanoksilla tai osittain tai kokonaan velkarahalla. Tällöin vuokralainen korvaa investoinnin vuokranantajalle esimerkiksi korotetun vuokran muodossa. Vuokralainen voi kustantaa investoinnin myös kokonaan itse.

Kaikkien kiinteistösijoituskohteiden tuotoista ja kulueristä muodostuvia tuottoarvoja seurataan ja peilataan Rahaston kokonaistuottoon. Jos Rahastolla on paljon sijoituskohteita, voi yksittäisen sijoituskohteen huonon tuoton kompensoida jonkin toisen kohteen hyvä tuotto. Rahaston kokonaistuotto on ratkaisevaa. Rahasto seuraa tuottoja kuitenkin aina myös kohdekohtaisesti, jotta voidaan nähdä mitkä Rahaston sijoituskohteista on hyvin tuottavia ja mitkä eivät ja erityisesti selvittää miksi tuotto ei ole toteutunut ennustetun mukaisesti ja mitä sille voidaan tehdä, jotta kohteen tuotto saataisiin palautettua odotusten mukaiseksi.

³⁹³ Odin. Special Report Kiinteistösijoittaminen 2012, 5.

Sijoittajalle hyvä kiinteistösijoituskohde on hyvän liiketoimintamallin ja -suunnitelman mukaista (ei liian erityinen tai erikoinen liiketoiminta, joka vaatisi erityiskiinteistön), hyvällä sijaintipaikalla liiketoimintaa harjoittava yritys, joka on myynyt kiinteistön *sale and lease back* tyyppisellä järjestelyllä Rahastolle (kiinteistön omistaja myy omistamansa tilan kauppakirjalla Rahastolle ja vuokraa saman tilan pitkäaikaisella *triple net tai double net lease*³⁹⁴ tyyppisellä vuokrasopimuksella takaisin Rahastolta³⁹⁵) ja josta sijoittaja voi sijoituskauden jälkeen vaivattomasti irrottautua. Kun Rahasto saa sijoituskohteesta säännöllistä vuokratuloa pitkän vuokrauskauden aikana ja kun vuokratilaa ylläpidetään ja kehitetään niin vuokralaisen tarpeita varten kuin myös omistajan jälleenmyynti- tai vuokraustilanteen näkökulmasta, sijoituskohteen arvo säilyy ja sijoituskohteen myynti oikeaan aikaan on ollut sijoittajille onnistunut sijoituskohde.

4.2.1 Millainen sijoitus tuottaa hyvin?

Sijoitus on hyvä silloin, kun osakas saa kohteesta tuotto-olettaman mukaista säännöllistä ja vakaata tuottoa sijoitukselleen. Sijoitus tuottaa hyvin, kun sijoituskohteeksi on valittu mahdollisimman yleispätevä sijoituskohde, joka voi olla esimerkiksi uudisrakennus tai uudehko rakennus, jolloin kohteeseen ei kohdistu korjauskuluja. Sijoitus tuottaa hyvin, kun sijoituskohteessa vuokrasopimus on Rahaston toimikauteen nähden riittävän pitkä ja sijoituskohteen sijainti on hyvä huomioiden rakennuksen/rakennusten uusiokäyttö, kun Rahaston sijoitus aika päättyy tai, jos sijoituskohteen vuokrasuhde päättyy ennenaikaisesti ja kohteeseen joudutaan etsimään uusi vuokralainen.

Sijoituksen tuottoon vaikuttavia tärkeitä tekijöitä ovat sijoituskohteen vuokralaiseen ja vuokralaisen kanssa tehtyyn vuokrasopimukseen liittyvät seikat. Kun vuokralaisen liiketoiminta nähdään pitkällä aikavälillä kannattavana ja jatkuvana ja kun vuokralaisen kanssa tehdyn vuokrasopimuksen ehdot, kuten riittävän pitkä vuokra-aika ja vuokran määrä sekä itse kiinteistön kunto ja sen ylläpito vuokra-aikana sekä muut vastuut ja velvoitteet on riittävästi huomioitu, voi Rahasto olettaa saavansa sijoituskohteesta vakaata vuokratuottoa ja sitä kautta osakas sijoitukselleen tuottoa koko Rahaston toimikauden. Rahaston strategiassa on määriteltä, miten sijoituskohteet tulee hajauttaa riittävästi sekä maantieteellisesti, että tila-kaumien mukaan, jotta minkään yksittäisen kohteen heikentynyt tilanne ei vaikuttaisi koko Rahaston toimintaan. Rahaston sijoitusstrategiassa voidaan määritellä esimerkiksi, kuinka moni sijoituskohteista prosentuaalisesti Rahaston kokoon tai arvoon nähden voi olla teollisuus- ja tehdaskiinteistöjä, liiketiloja tai toimistoja tai keskittykö Rahasto esimerkiksi vähittäiskauppa-kohteisiin tai *megaluokan* kauppakeskuksiin sekä missä sijoituskohteet sijaitsevat, esimerkiksi pääkaupunkiseudun kunnissa tai muissa suurissa kaupungeissa Suomessa.

³⁹⁴ Helsingin Yliopisto. Sale and leaseback järjestelyn ongelmakohtia 2005,28.

³⁹⁵ Helsingin Yliopisto. Sale and leaseback järjestelyn ongelmakohtia 2005,4.

Rahaston tuottoja raportoidaan osakkaille säännöllisesti ja osakkaat seuraavat niitä erityisesti vuositasona. Lisäksi Rahaston myydyistä sijoituskohteista, ensin kohdekohtaisesti ja lopulta koko Rahaston osalta, raportoidaan mitä Rahasto lopulta tuotti sijoittajilleen, eli kattoivatko saadut myyntihinnat kaikkien kohteiden sijoituksen aikaiset kulut (hankintahinta, sijoituksen aikana toteutuneet omistajakulut ja sijoituksen myynnistä muodostuneet kustannukset) huomioiden koko Rahaston toimikauden aikana jo jaetut tuotot (kuukausittain, vuosittain ja ylimääräisten varojen jakojen kautta) sekä sijoituskohteiden myynneistä saadut myyntivoitot.

4.2.2 Miten sijoituksen tulee tuottaa sijoitukseen nähden?

Osakkaiden tuotto-odotusarvoon vaikuttavat sijoittajien itselle asettamat tavoitteet, jotka muodostuvat sijoittajien kiinteistöalan tuntemuksesta ja vanhasta sijoitushistoriasta, jonka kautta tiedossa ovat jo toteutuneet sijoitustuotot. Tuotto-odotuksiin voi heijastua myös pitkät korot ja valtion obligaatiolainojen tuottoarvot. Rahaston strategian mukaisten sijoituskohteiden yleinen markkinatilanne vaikuttaa tuotto-odotuksiin. Viime vuosien aikana Suomessa kansainvälisten sijoittajien määrä on lisääntynyt ja se on aiheuttanut hintapaineita markkinoilla. Sijoitettavaa rahaa on paljon. Esimerkiksi viimeisen parin viime vuoden aikana ulkomaalaiset sijoittivat lähes kahdella miljardilla eurolla kiinteistöihin (asuntoihin, toimisto- ja liiketiloihin, hoivakoteihin sekä logistiikan ja teollisuuden kiinteistöihin) joita myivät esimerkiksi suuret eläkeyhtiöt. Suurimmat ostajat ovat tulleet Saksasta tai Ruotsista. Osittain ruotsalaisomisteisia kohteita Helsingissä ovat muun muassa Hakaniemen Ympyrätalo, Nokian pääkonttori ja Finnairin pääkonttori.³⁹⁶

Tuotto-odotuksiin merkittävästi vaikuttava tekijä on velan määrä kokonaissijoituksesta. Esimerkiksi viime vuosien aikana lainarahan saaminen on kiristynyt eikä Rahastoilla yleisesti ole enää ollut mahdollisuuksia niin suuriin lainavipuihin, kuin esimerkiksi ennen vuotta 2008 perustetuissa rahastoissa. Kiinteistösijoittamisessa lainarahaa käytettäessä sijoittajan sijoitukseen käyttämä oman pääoman osuus jää pienemmäksi, mutta suhteutettu tulo voi kasvaa³⁹⁷. Sijoittajalle tuotto on suhteellista ja tuotto-odotukseen vaikuttaa sijoituskohteen kokonaisuus.

Kiinteistösijoitukset tuottivat vuonna 2014 kaikkien eläkelaitosten osalta noin 5,4 %³⁹⁸. Esimerkiksi Varman kiinteistösijoitusrahastot ja yhteissijoitukset tuottivat vuonna 2014 8,0 %³⁹⁹.

³⁹⁶ Helsingin Sanomat. Talous. Ulkomaalaiset haalivat kiinteistöjä Suomesta 2015.

³⁹⁷ Odin. Special Report Kiinteistösijoittaminen 2012, 7.

³⁹⁸ Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 4.

³⁹⁹ Varma. Tilinpäätös 2014, 8.

4.2.3 Mitkä ovat sijoittamisen riskit

Sijoittamisen riskit kasvavat jos Rahaston strategiassa ei ole otettu huomioon riittävää hajautusta maantieteellisesti ja tilajakaumien osalta tai jos Rahaston sijoituskohteiksi on valikoitunut liian kapea-alainen liiketoimintasektori eikä vuokralaisen taustoja ole selvitetty laajalaisesti sijoittamisvaiheen alkaessa. Rahastosalkun koolla on merkitystä riskinkantokykyyn. Mitä suurempi koko sijoitussalkulla on, sitä suuremman riskin se kestää.

Kiinteistösijoittamisen riskejä ovat muun muassa sijoituskohteiden huono jälleenmyynti tai vuokraus. Syynä tähän voi olla esimerkiksi se, että kiinteistö on erikoiskohde tai muutoin erityiskiinteistö vuokralaisen liiketoiminnasta johtuen tai kiinteistön tilat ovat olleet pitkäaikaisesti vajaakäytössä esimerkiksi huonon sijainnin vuoksi. Lisäksi kiinteistön kunto voi olla huono ja rakennuksen ennustettu elinkaari jää siksi lyhyeksi. Jos vielä samanaikaisesti kiinteistöön kohdistuu suuri korjausvelka ja jos alun perin tehdyt vuokrasopimusehdot ovat edellä mainittujen seikkojen osalta olleet sijoittajaan nähden heikommät ja vastuu jäisi sijoittajalle, voi kiinteistön jatkokehittäminen ennen myyntiä tai vuokrausta olla parempi vaihtoehto kuin tilojen pitkään tyhjiä pitäminen. Jatkokehitysvaihtoehtoja erikois- ja erityiskiinteistöjen osalta voivat olla suuret muutostyöt kohteessa, joista syntyvät kustannukset saattavat kuitenkin hidastaa jälleenmyyntiä tai vuokrausta tai pienentää sijoittajille toteutuvan tuoton määrää. Rakennusten purkaminen voi tulla kyseeseen, mikäli kyseessä ei ole uudehko rakennus ja tontti on esimerkiksi kaavamuutoksella muutettavissa asuntorakentamiseen tai uuden liikekiinteistön rakentamiseen soveltuvaksi tontiksi.

Vuokralaisen maksuvaikeudet ovat sijoittamisessa suuri riski. Maksuvaikeudet voivat johtua vuokralaisen harjoittaman liiketoiminnan oleellisesta heikentymisestä, jonka seurauksena myös vuokralaisen kyky maksaa vuokraa heikkenee. Oleellista on, onko liiketoiminnan heikentyminen väliaikaista vai katsotaanko se sijoittajien näkökulmasta pysyväksi. Maksuvaikeustilanteissa vuokralaisen kanssa voidaan neuvotella vuokranmaksujärjestelyistä, kuten vuokranalennuksista väliaikaisesti tai pysyvästi. Jos maksujärjestelytkään eivät auta, joudutaan vuokrasopimus purkamaan siinä esiintyvien ehtojen mukaisesti, josta voi seurata lisäkustannuksia vuokralaiselle. Vuokralaisen liiketoiminnan toimialalla on merkitystä, kuinka nopeasti sijoittajat reagoivat maksuvaikeuksiin ja etenevät vuokrasuhteen päättymisprosessiin tai ovat valmiita joustamaan ja odottamaan vuokralaisen liiketoiminnan ja vuokranmaksukyvyn parantumisesta.

5 Eläkejärjestelmän ja -varojen sijoittamisen tulevaisuus

Tänä päivänä suurin osa suomalaisista, noin 89 % vuonna 2014, saa eläkkeensä työeläkejärjestelmän kautta⁴⁰⁰. Kansaneläkkeen merkitykseksi on tullut olla eläkeajan toimeentulon perusturva⁴⁰¹. Nykyinen eläkejärjestelmä on luotu 1960-luvun alusta alkaen ensimmäisen työeläkelainsäädännön voimaan tuleminen myötä ja on ollut voimassa yli 50 vuotta. Eläkejärjestelmää on uudistettu tänä aikana yhteiskunnan kehittymisen ja muutosten myötä ja viimeisin työeläkejärjestelmää koskeva vanhuuseläkelainsäädännön uudistus hyväksyttiin Eduskunnassa 20.11.2015 astuen voimaan 1.1.2017.⁴⁰² Uudistuvan työntekijän työeläkelain myötä suomalaisten vanhuuseläkeikä nousee asteittain 65 vuoteen ja vuodesta 1965 syntyneiden, joiden vanhuuseläke alkaa vuonna 2030, vanhuuseläkeikä sopeutetaan elinajanodotteen muutoksen mukaiseksi, jotta työssäolo- ja eläkeajan välinen suhde pysyy samalla tasolla kuin se on vuonna 2025. Työurien kehitystä ja koko työeläkejärjestelmän taloudellista ja sosiaalista kestävyyttä seurataan vuodesta 2026 alkaen sosiaali- ja terveysministeriön toimesta aina 5 vuoden välein tehtävällä arviolla.⁴⁰³ Eläkejärjestelmän muutoksella on haluttu varmistaa, että julkisen talouden tasapaino säilyy ja työeläkemaksujen nousupaine helpottuu. Työeläkevakuutusmaksutason 24,4 % arvioidaan riittävän vuoden 2060-luvun puoliväliin asti.⁴⁰⁴ 2060-luvulla eläkkeelle jäävät 1990-luvulla syntyneet ikäpolvet, eli tämän hetkiset kaksi-kolmekymppiset nuoret. Eläketurvakeskus on vuoden 2013 raportissaan ennustanut, että 2060-luvun jälkeen eläkevakuutusmaksutaso nousisi 26 %:iin palkoista ja eläkkeellesiirtymisikä nousisi vuoden 2014 tasosta, 61,2 vuotta, ensin 62,4 vuoteen vuonna 2025 ja 65,4 vuoteen vuonna 2060, kiitos elinaikaker-toimen. Eläketason, joka on nyt keskimääräisen eläkkeen ja keskipalkan välisen suhteen mukaisesti noin 50 %, ennustetaan alenevan noin 5 % -yksikköä vuosisadan puoliväliin tultaessa.⁴⁰⁵

Suomalaisen lakisääteisen eläkejärjestelmän mukaan osa kerätyistä eläkkeistä jaetaan jakojärjestelmän mukaisesti samana vuonna takaisin maksettuina eläkkeinä ja osa rahastoidaan (kolmannes vuosittaisista eläkevaroista⁴⁰⁶).⁴⁰⁷ Osittain rahastoivan eläkejärjestelmän eduksi on katsottu se, että varallisuus, joka käytetään eläke-etuusien maksamiseksi, on pyritty karruttamaan aina etukäteen ja että kertyneet etuudet ovat kohdentuneet sen rahoittaneelle ikäpolvelle. Näin on välttytty väestön muutoksen aiheuttamilta riskeiltä. Riskeiksi on sen sijaan katsottu sijoitusten tuottojen vaihtelut ja inflaatio.⁴⁰⁸ Pelkästään jakojärjestelmäisessä eläkejärjestelmässä puolestaan kunkin vuoden eläkemeno katettaisiin saman vuoden eläke-

⁴⁰⁰ Työeläkkeiden osuus lakisääteisistä eläkkeistä vuonna 2014 (ks. oma laskelma, liite 1).

⁴⁰¹ Vaittinen - Tenhunen 2013, 91.

⁴⁰² Eduskunta. Eduskunnan täysistunto 20.11.2015. Pöytäkirjan asiakohta PTK 68 2015 vp.

⁴⁰³ HE 16/2015, 1.

⁴⁰⁴ HE 16/2015, 30.

⁴⁰⁵ Eläketurvakeskus. Suomen eläkejärjestelmän sopeutuminen eliniän pitenemiseen 2013, 15-16.

⁴⁰⁶ D' Ambrogi-Ola 2013, 130.

⁴⁰⁷ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 392.

⁴⁰⁸ Eläketurvakeskus. Elinkaarisäästäminen ja sijoitusriskit eri eläkejärjestelmissä 2010, 9-11.

maksulla ja siinä heikkoudeksi aikanaan katsottiin se, että jos palkkasumman suhde eläkemenoon alenee, muun muassa ikärakenteen, ansiotason tai työllisyysasteen vaihteluista johtuen, eläkemaksut nousisivat.⁴⁰⁹

Osittain rahastoiva järjestelmä on jatkossakin kannattavaa niin kauan, kun tuottovaatimuksena käytetyn rahastokoron mukainen 3 %:n ehto vähimmäistuottoprosenttina pitkän aikavälin sijoitustoiminnassa jokaiselta työeläkevakuutuslaitokselta toteutuu⁴¹⁰. Näin on toteutunut ainakin vuonna 1997 toteutetun sijoitusuudistuksen jälkeisen ajan, kun koko eläketuotantialan reaalityotto keskimäärin on ollut vuosina 1997-2014 noin 4,2 %⁴¹¹. Esimerkiksi Varman vuoden 2014 tilinpäätöksen mukaan sen viimeisen 10 vuoden aikana toteutuneet sijoitusten keskimääräiset nimellistuotot olivat 5,5 %, jotka on laskettu TELA:n suositusten mukaan⁴¹². Tulevaisuussennusteissa aina vuosisadan loppupuolelle asti Eläketurvakeskus käyttää pitkän aikavälin reaalityotto-olettamana 3,5 %⁴¹³.

Suomessa kansaneläkelakia säädettäessä 1937 voimaan astui yksilöllinen vakuutusmaksuvarausjärjestelmä, jossa maksetut eläkevakuutusmaksut suoritettiin yksilöllisille tileille ja kerättävillä varoilla pyrittiin edistämään pääoman muodostusta, kun ne oli sijoitettu tuotannollisiin tarkoituksiin.⁴¹⁴ Kansaneläkelain uudistuksen yhteydessä vuonna 1956⁴¹⁵ yksilölliset eläketilit lakkautettiin⁴¹⁶. Työeläkejärjestelmän mukaan työntekijän osuuden maksusta perii työnantaja ja suorittaa sen eläkelaitoksen tilille⁴¹⁷.

Voisiko työeläkettä maksava työntekijä tai yrittäjä jatkossa itse vaikuttaa työeläkkeensä sijoittamiseen niin, että esimerkiksi henkilökohtaiset tilit palautettaisiin ja kukin tilinomistaja voisi eläkkeensä säästöaikana olla vaikuttamassa suoraan tilillä olevien varojen sijoituskohteisiin ja niistä saataviin tuottoihin?

Ruotsissa on voimassa lakisääteinen eläkejärjestely, jossa työeläke on jaettu kahteen osaan, ansaintaeläkkeeseen, joka perustuu jakojärjestelmärahoitukseen sekä rahastoeläkkeeseen, joka on täysin rahastoitua. Lisäksi voimassa on työmarkkinasopimuksiin perustuvat lisäeläkejärjestelmät, joihin kuuluu noin 90 % palkansaaajista. Kukin työssäkäyvä henkilö maksaa ansiotu-

⁴⁰⁹ Johansson - Lassila - Niemelä 2011, 76.

⁴¹⁰ KM 1991:44, 22-23.

⁴¹¹ Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 4.

⁴¹² Varma. Tilinpäätös 2014. Sijoitustuotto hyvällä tasolla, 5.

⁴¹³ Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa, 4 ja Vatanen 2013, 181.

⁴¹⁴ HE 26/1936, 6-8.

⁴¹⁵ Kela. Kelan tärkeät vuosiluvut.

⁴¹⁶ Vaittinen - Tenhunen 2013, 86.

⁴¹⁷ Vero. Työnantaja maksaa työntekijän puolesta tämän pakollisen eläkevakuutusmaksun 2013.

loistaan 16 %:n osuuden yksilölliselle eläketilille (ansaintaeläkkeen kertymä), jonka arvo kehittyy sosiaaliturvaetuuksien ja yleisen palkkakehityksen mukaisesti. Työntekijän vuosituloista 2,5 % ohjataan eläkerahastoihin (rahastoeläkekertymä), joissa arvo kehittyy rahaston tuoton mukaan. Tuottoihin voi vaikuttaa siten, että vakuutetulle on annettu valintamahdollisuus noin 90 rahastoyhtiön ja lähes 800 rahaston väliltä, joista vakuutettu voi valita korkeintaan 5 eri rahastoa. Rahastoja vakuutettu vaihtaa ilman lisäkuluja.⁴¹⁸

Suomessa on katsottu, että vakuutuksenottajat saavat suuren hyödyn siitä, että vakuutusyhtiöt sijoittavat heidän eläkevaransa heidän puolestaan. Ammattimaisella hoidolla toteutetun sijoitustoiminnan avulla vakuutusmaksut alenevat, itse sijoittamisen kustannukset ovat alhaisemmat, johtuen vakuutusyhtiöiden mittakaavaeduista ja saadut tuotot ylittävät sen, mitä yksittäinen sijoittaja saisi sijoituksistaan sijoitusmarkkinoilla. Käyttäjätutkimusten tulokset ovat osoittaneet, että ihmisillä on taipumus tehdä huonoja sijoituspäätöksiä päivittäisten hinnanvaihteluiden pohjalta. Tällöin yksittäinen sijoittaja myy hintojen ollessa alhaalla ja ostaa, kun hinta on korkealla.⁴¹⁹

5.1 Kansalaisaloite työeläkeindeksin palauttamiseksi palkkatasoindeksiksi

Työntekijän eläkelain 6 luvun 98 §:n mukaisesti jo maksussa olevia työeläkkeitä tarkistetaan työeläkeindeksillä, jossa hintatason painokerroin on 0,8 % ja palkkatason painokerroin 0,2 %. Vastaavasti työntekijän eläkelain 6 luvun 96 §:n mukaisesti karttuvaa eläkettä laskettaessa kunkin vuoden ansiot tarkistetaan palkkakertoimella, jossa palkkatason muutoksen painokerroin on 0,8 % ja hintatason muutoksen painokerroin 0,2 %. Erilaisella painotuksella on haluttu turvata tavoitetasoisen eläkkeen alkumäärä ja hillitä eläkekustannusten kasvua⁴²⁰.

Suomessa käynnistettiin viime syksynä, 24.9.2015, kansalaisaloite koskien työeläkeindeksin palauttamista palkkatasoindeksiksi. 14.3.2016 mennessä yhteensä 78.295 henkilöä on allekirjoittanut aloitteen. Suomen perustuslain 4 luvun 53 §:n 3 kohdan mukaisesti vähintään 50.000 Suomen kansalaisella on oikeus tehdä eduskunnalle aloite.

Kansalaisaloitteen tarkoituksena on saada voimassa olevaan työntekijän eläkelain 98 §:n Eläkkeiden indeksitarkastus - pykälään muutos siten, että pykälässä palkkatason muutoksen painokerroin olisi jatkossa 1,0. Kansalaisaloitteen mukaan alun perin indeksoinnilla on haluttu säilyttää eläkkeellä olevien työurien aikaisen tulotason mukaan suhteutettu eläkkeen ostovoima

⁴¹⁸ Eläketurvakeskus. Ruotsin eläkejärjestelmä (2014).

⁴¹⁹ Rantala - Kivisaari 2014, 186-187.

⁴²⁰ Koivusalo - Kammonen - Lämsä 2004, 80-81.

ja sen säilyminen koko eläkeiän. Aloitteen mukaan nykyisestä työeläkeindeksistä johtuen eläkkeellä olevien eläke on pudonnut viimeisen 20 vuoden aikana 60 %:sta 47 %:iin palkasta.⁴²¹

Jos eduskunta hyväksyisi tulevan kansalaisaloitteen, esimerkiksi Eläketurvakeskuksen laskelmat ovat päättyneet tulokseen, jossa aloitteen mukaisen palkkatasoindeksin muutos maksussa oleviin eläkkeisiin 1.1.2017 alkaen edellyttäisi työeläkevakuutusmaksun nousua samanaikaisesti noin 5 % -yksiköllä noin 30 %:iin, jotta syntyneet menot saataisiin rahoitettua. Toinen vaihtoehto Eläketurvakeskuksen mukaan olisi säilyttää nykyinen työeläkevakuutusmaksutaso 24,4 % ja kattaa menot purkamalla kertynyttä eläkevarallisuutta. Tällöin eläkemenot kasvaisivat ja eläkevaroja käytettäisiin indeksimuutoksesta johtuviin kuluihin. Ennusteen mukaan rahastoidut eläkevarat loppuisivat kokonaan 2060-luvulla ja viimeistään silloin eläkevakuutusmaksutaso olisi nostettava kokonaan silloisten eläkemenojen tasolle.⁴²² Eläketurvakeskuksen toimitusjohtajan Jukka Rantalan kolumnin (helmikuu 2016) mukaan, perittävä työeläkevakuutusmaksutaso olisi tuolloin noin 35 %⁴²³.

Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen on tullut samaan tulokseen ja sen mukaan muutos hyödyntäisi eniten ennen vuotta 1970 syntyneitä, eli nykyisiä lähes viisikymppisiä ja siitä vanhempia. Sen sijaan heidän kuoltuaan ei eläkevaroja enää jäisi jaettavaksi, vaan ne olisi syötty kokonaan. Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen katsoo, ettei ole mitään perustetta käyttää eläkevaroja vain yhden sukupolven hyödyksi. Nykyisten nuorten, tulevien eläkeläisten, eläkemaksut ja eläkkeelle jäämisen iät tulevat olemaan selkeästi korkeampia kuin mitä kansalaisaloitteesta hyötyvien vastaavat ovat olleet.⁴²⁴

5.2 Miltä eläkevarojen sijoittamisen tulevaisuus näyttää?

Kaikkien eläkevakuuttajien osalta rahastoiduista eläkkeistä muodostuva yhteenlaskettu sijoituskanta oli vuonna 2014 noin 173 miljardia euroa ollen noin 85 % Suomen bruttokansantuotteesta (204 miljardia euroa vuonna 2014). Tästä yksityisten eläkelaitosten osuus oli noin 110 miljardia euroa. Vuonna 1997 toteutetun sijoitusuudistuksen myötä eläkevarojen määrä suhteessa bruttokansantuotteeseen on noussut noin 38 %:sta edellä mainittuun noin 85 %:iin.⁴²⁵ Eläketurvakeskus on ennustanut jatkossa yksityisen sektorin sijoituskannan kasvavan vuoteen 2025 mennessä noin 136 miljardiin euroon ja olevan 2030-luvulla noin 150 miljardia euroa,

⁴²¹ Kansalaisaloite. Työeläkeindeksin palauttaminen palkkatasoindeksiksi 2015.

⁴²² Eläketurvakeskus. Muistio. Eläkkeiden indeksointi ansiotason kasvun perusteella 2016, 3-4.

⁴²³ Eläketurvakeskus. Indeksialoitteen perustelut eivät kestä läpivalaisua 2016.

⁴²⁴ Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Taitettu Indeksi suojaa yhteisiä eläkevarojamme 2016.

⁴²⁵ Tela. Yksityisten ja julkisten alojen eläkevarat 1997-2014 prosenttia BKT:sta.

2040-luvulla noin 182 miljardia euroa ja 2060-luvulla noin 273 miljardia euroa. Eläketurvakeskuksen ennusteen mukaan eläkevarat kasvavat suhteessa talouskasvun kanssa.⁴²⁶

Ennen sijoitusuudistusta 1997 vakuutuslaitosten kertyneitä rahastoituja varoja käytettiin yritysten toiminnan edistämiseen⁴²⁷. Juuri ennen sijoitusuudistusta Suomessa oli syvä taloudellinen ja rakenteellinen lama ja uudistuksella haluttiin estää se, ettei eläkejärjestelmästä tulisi valtion velan rahoittaja⁴²⁸ ja Suomen talouden kilpailukyvyn kohentaja⁴²⁹.

Tänä päivänä Suomen talous on ollut taantumien piirissä lähes koko ajan vuoden 2008 Yhdysvalloista alkaneen pankkikriisin ja siitä seuranneiden muiden kriisien johdosta. Voisiko eläkejärjestelmästä saada vetoapua Suomen huonoon taloudelliseen tilaan vahvistamalla antolainauksen määrää yrityksille, kuten tehtiin edellisen laman yhteydessä ennen sijoitusuudistusta?

Antolainauksen kasvattamisen edellytyksenä tulisi olla lain työeläkevakuutusyhtiöstä 9 luvun 26 §:n mukainen suomalaisten eläkevarojen tuottavan ja turvaavan sijoittamisen toteutuminen. Tällä hetkellä suomalaisen yhteiskunnan ja suomalaisten yritysten heikot talous- ja tulevaisuuden näkymät sekä investoinnit heijastuvat suoraan koko yhteiskunnan huonosta taloustilanteesta ja jo nyt pitkään kestäneestä taantumasta ja lamasta. Kun eläkelaitoksilta edellytetään pitkän aikavälin reaalituotto-olettamana 3,5 % ja todellisuudessa tuotot ovat koko eläkealalla olleet yli 4 %, tulisi eläkevarojen antolainauksta toteuttaa vain sellaisiin yrityksiin, jotka tämän ehdon täyttävät.

5.2.1 Emu-puskurit

Eläkevaroista ja niiden tulevaisuudesta on käyty jatkuvaa keskustelua kautta vuosikymmenten. Tänä päivänä esimerkiksi EU on kiinnittänyt huomiota siihen, kyetäänkö eläkejärjestelmillä edelleen ehkäisemään köyhyyttä, eli toteutuvatko niille asetetut sosiaaliset tavoitteet, ja toisaalta, kuinka eläkejärjestelmät sopeutuvat yleismaailmallisiin nopeisiin muutoksiin ja kuinka ne kestävät niistä seuraavat erilaiset taloudelliset tilanteet. Suomen eläketurvan kestävyyttä EU:ssa on pidetty hyvänä.⁴³⁰ Suomen liittyttyä Euroopan Unionin rahaliittoon (EMU, 3. vaihe 1999) valuutan yksipuolinen devalvointimahdollisuus poistui ja finanssipolitiikan liikkumavara kapeni rahaliiton kasvu- ja vakaussopimusten myötä. Jo liittymävaiheessa keskustel-

⁴²⁶ Eläketurvakeskus. Lakisääteiset eläkkeet -pitkän aikavälin laskelmat 2013, 40 (taulukko 4.5.3). Julkisen sektorin osalta vastaavia ennusteita samoilla parametreilla ei ole tiedossa.

⁴²⁷ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 405.

⁴²⁸ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 426.

⁴²⁹ Sorsa, 2010, 106.

⁴³⁰ Rantala - Kivisaari 2014, 384-386.

tiin siitä, voisiko eläke- ja muun sosiaaliturvan osalta varautua etukäteen mahdollisiin suhdannevaihteluihin, eli työeläkevarojen käyttämisestä EMU suhdannepuskureina.⁴³¹ Puskurista sovittiin 1997 työnantaja- ja työntekijäjärjestöjen kesken siten, että ”normaalien suhdannevaihtelujen puskuroimisessa käytetään tasausvastuuta, joka on yhteisesti kustannettavien, vuotuisilla vakuutusmaksuilla rahoitettavien eläkkeen osien rahoitustekniikkaan liittyvä puskurirahasto”.⁴³² Sopimusta täydennettiin 26.9.2014 allekirjoitetulla sopimuksella vuoden 2017 työeläkeuudistuksesta⁴³³.

EMU-puskurit tarkoittavat kahta rahastoa, jotka on kerätty yksityisen sektorin puolelta. Puskureihin kerätyt varat on peritty työnantajilta ja työntekijöiltä hyvän taloussuhdanteen aikana työeläke- ja työttömyysvakuutusmaksujen yhteydessä useamman vuoden aikana. EMU-puskurin tavoitetaso on 2,5 % yksityisalojen palkkasummasta, jonka on katsottu olevan riittävä puskuri normaaleissa suhdannevaihteluissa ja talouden häiriötiloissa, joihin ei enää voida vastata omilla rahapoliittisilla toimilla. Lisäksi EMU-puskureilla on tarkoitus säädellä yksityisalojen työeläkemaksujen määrää huonossa taloustilanteessa. Työeläkejärjestelmässä EMU-puskurivarat ovat osa eläkelaitosten tasausvastuun piiriin kuuluvaa rahapuskuria. Työttömyysvakuutusrahaston osalta EMU-puskurivarat loppuivat 2014 vuoden lopussa, eikä uuden eläkejärjestelmän voimaan tulon yhteydessä sovittu eläkevakuutusmaksu 24,4 % 1.1.2017 alkaen enää kartuta tasausvastuurahapuskuria eikä sitä kautta EMU-puskuri enää kasva.⁴³⁴

Vuonna 2014 työeläkejärjestelmän yksityisten eläkelaitosten yhteistasausvastuun piiriin on katsottu kuuluvan yhteensä noin 9 miljardia euroa, josta EMU-puskurin osuuden on katsottu olevan noin 3,3 miljardia euroa. EMU-puskurilla ei ole kuitenkaan määriteltä ylärajaa. EMU-puskuria ei ole koko sen voimassaoloaikana käytetty esimerkiksi työeläkemaksujen alentamiseen, mutta vuoden 2008 finanssikriisin yhteydessä eläkelaitosten koko tasausvastuuta hyödynnettiin työeläkejärjestelmän tasapainottamiseksi eikä eläkelaitosten tarvinnut myydä sijoitusomaisuuttaan vakavaraisuuden vahvistamiseksi.⁴³⁵

Mikä rooli EMU-puskureilla on, kun Suomen julkisen talouden alijäämä ylitti vuonna 2014 sallitun 3 % suhteessa bruttokansantuotteeseen⁴³⁶ ja myös EMU-kriteerin mukainen bruttovelka näyttää vuonna 2015 aikana nousseen yli sallitun 60 % suhteessa bruttokansantuotteeseen⁴³⁷?

⁴³¹ Hannikainen - Vauhkonen 2012, 433.

⁴³² Hannikainen - Vauhkonen 2012, 434.

⁴³³ Eläkeuudistus.fi. Sopimus vuoden 2017 työeläkeuudistuksesta 26.9.2014.

⁴³⁴ Tela. Kysymyksiä ja vastauksia työeläkejärjestelmän EMU-puskurista 2016.

⁴³⁵ Tela. Kysymyksiä ja vastauksia työeläkejärjestelmän EMU-puskurista 2016.

⁴³⁶ Tela. Kysymyksiä ja vastauksia työeläkejärjestelmän EMU-puskurista 2016.

⁴³⁷ Eduskunta. Valtiontalouden tarkastusviraston erilliskertomus eduskunnalle: Finanssipolitiikan valvonnan raportti 2015.

Kuinka kauan Suomi voi vielä itse vaikuttaa ongelmiansa ratkaisuihin, kun EU-komissiolta tuli jo varoituskirje valtiovarainministeri Stubbille ja ministeriölle⁴³⁸.

Kirjeessä kehoitettiin toimenpiteisiin, joita Suomessa toki on pyritty saamaan aikaan esimerkiksi eläkejärjestelmän ja vanhuuseläkelainsäädännön uudistamisella, jottei EU-menettelyjen käynnistämiseksi ei olisi tarvetta, eikä Suomi joutuisi tilanteeseen, jossa muut EU-maat voisivat määrätä sille tästä johtuvia seuraamuksia.

Eläkevakuutusmaksujen tulee aina vuositasolla kattaa eläkelaitosten sijoitusten tuoton kanssa yhdessä rahastoittavat eläkevastuut sekä yhteisvastuullisesti kustannettavat eläkkeet⁴³⁹. EMU-puskureiden käytöstä päättää työmarkkinajärjestöt. Tela on laskenut, että esimerkiksi eläkevakuutusmaksun 0,8 %:n alennus aiheuttaisi kahden vuoden aikajaksolla työeläkevakuutusmaksutulojen ja niistä toteutumattomien tuottojen menetyistä yhteensä lähes miljardi euroa ja julkisen talouden kestävyysvaje heikkenisi.⁴⁴⁰

5.2.2 Vastuullinen sijoittaminen

Vastuullisen sijoitustoiminnan merkitys eläkesijoittamisessa on kasvanut viimeisten vuosien aikana. Vastuulliseksi sijoitustoiminnaksi katsotaan sijoittaminen, joka huomioi ympäristövaikutusta, sosiaalisen vastuun ja hyvän hallintotavan. Vastuullista sijoitustoimintaa harjoittamalla katsotaan, että se parantaa sijoitussalkkujen tuotto-riski suhdetta. Tällä hetkellä vastuullisella sijoittamisella huomioidaan fossiiliset polttoaineet ja niiden välillinen vähentäminen, uusiutuva energia ja sen käytön lisääminen ja suosiminen, työ- ja ihmisoikeuksien kunnioittaminen ja hyvän hallintotavan lisääminen eläkeyritysten toiminnassa. Käytännössä tämä voi tarkoittaa sitä, että sijoittaja välttää vastuuttomasti toimivia yrityksiä ja suosii vastuullisesti toimivia sekä kannustaa yrityksen johtoa toimimaan vastuullisesti.⁴⁴¹ Osa suomalaisista eläkevakuuttajista on jo sitoutunut vuosittain mittaamaan listattujen osakesijoitusten hiilijalanjäljen ja sijoitussalkkuun sisältyvän hiiliriskin (vuonna 2014 koko työeläkejärjestelmän sijoitusvarallisuudesta eniten sijoitettiin osakkeisiin, noin 42 %⁴⁴²)⁴⁴³. Puhdas teknologia ja energiatehokkuus vaativat suuret lisäinvestoinnit ja tulevaisuuden eläkevarojen sijoituskohteet voivat enenevässä määrin löytyä näistä kohteista. Hiilijalanjäljen laskemisella sijoittajat voivat paremmin kartoittaa sijoitusriskinsä ja voivat olla osallaan vaikuttamassa siihen, että rahavirrat kohdistetaan puhtaan teknologian tukemiseen ja pois saastuttavasta energiasta.⁴⁴⁴

⁴³⁸ Valtiovarainministeriö. Komission kirje valtiovarainministeri Stubbille 9.3.2016.

⁴³⁹ Eläketurvakeskus. TyEL-maksutason määräytymiseen liittyvä prosessi 2015.

⁴⁴⁰ Tela. Kysymyksiä ja vastauksia työeläkejärjestelmän EMU-puskurista 2016.

⁴⁴¹ WWF. Sijoittajat havahtuneet hiiliriskiin myös Suomessa 2015.

⁴⁴² Eläketurvakeskus. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta 2014.

⁴⁴³ Tela. Tela-blogin arkisto. Vastuullista sijoittamista tuottavasti ja turvaavasti 2015.

⁴⁴⁴ WWF. Sijoittajat havahtuneet hiiliriskiin myös Suomessa 2015.

Norjalla on maailman suurin rahasto, öljyrahasto, noin 750 miljardia euroa ja se omisti vuonna 2015 yli prosentin kaikista maailman pörssiosakkeista. Norja päätti aloittaa taistelun lainvastaisesti tai muutoin huonosti käyttäytyviä epäeettisiä yhtiöitä vastaan. Norjan taistelun peruseriaatteena ovat YK:n ja OECD:n työhön liittyvät sopimukset ja se aikoo toimia aktiivisena omistajana omistamiensa yhtiöiden yhtiökokouksissa. Norja ei tule enää jatkossa sijoittamaan esimerkiksi tupakkateollisuuteen, sen sijoitukset ovat vähentyneet hiili- ja palmuöljyteollisuudessa ja se on myynyt osakkeitaan yrityksistä, joissa on syllistytty ihmisoikeusloukkauksiin tai korruptioon.⁴⁴⁵ Öljyvaroilla kerätyn suunnattoman suuren rahaston omistajana ja suursijoittajana Norja toimii vastuullisen sijoittamisen suunnannäyttäjänä koko eläkealalle niin Suomessa kuin globaalisti⁴⁴⁶.

Suomessa on käyty omaa keskustelua vastuullisesta sijoittamisesta ”verokeidassijoittamisen” osalta. Valtion Eläkerahaston kannanoton mukaan eläkevarojen sijoitustoiminnan tulee kestää läpivalaisu verokeitaissa. Valtion Eläkerahaston mukaan suomalaisten eläkesijoittajien ei tule pönkittää tällaisten valtioiden tai itsehallintoalueiden toimintaa, vaikkakaan sijoittajat eivät aina pysty itse vaikuttamaan kansainvälisten omaisuushoitoyhtiöiden rahastorakenteisiin. Toisaalta rahastorakenteiden tavoite voi olla se, ettei yritystuloa veroteta voitonjakoketjuissa moneen kertaan, jolloin toteutuu se lainsäädännöllinen lähtökohta, jonka mukaisesti ei ole tarkoituskaan, että työeläkelaitokset maksavat sijoitustuotoista veroa. Valtion Eläkerahaston mukaan, jos sijoituksia ei jatkossa tehtäisi matalan verotuksen alueilla, heikentää se tulevaisuudessa sijoitusten tuottoa. Tärkeintä Valtion Eläkerahaston mukaan on kuitenkin se, että verokeidassijoitustoiminta täyttää sijoitustoiminnan vastuullisuuden vaatimukset. Lisäksi kansainvälistä yhteistyötä on sen mukaan kasvatettava verojärjestelmän aukkojen paikkaamiseksi. Jo nyt G20-ryhmä, OECD ja EU ovat lisänneet toimia veropohjien turvaamiseksi ja esimerkiksi Suomi on solminut verotietojen vaihtoa koskevat sopimukset usean tällaisen verokeidasmaan tai itsehallintoalueen kanssa. Läpinäkyvä toiminta poistaa epäluuloja ja vaikuttaa siihen, että verokeitaiden maine voisi parantua tulevaisuudessa.⁴⁴⁷

OECD ja EU hakevat verosuunnittelulla sitä, että tulevaisuudessa yritykset maksavat veronsa aina siihen maahan, missä he toimialaansa harjoittavat ja voittonsa tekevät. Elinkeinojärjestöjen Keskusliiton (EK) mielestä tämä voi tarkoittaa Suomen osalta sitä, että maa jopa menettää jatkossa verotuloja. Valtiovarainministeriö (VM) mukaan nykyisin yritykset voivat kons-
tailla verotuksessa siirtohinnoittelulla, jolla tarkoitetaan konsernin välisten tavara- ja palve-

⁴⁴⁵ Helsingin sanomat. Norjan öljyrahasto lähtee taistoon konnayhtiöitä vastaan 2015.

⁴⁴⁶ Tela. Tela-blogin arkisto. Vastuullista sijoittamista tuottavasti ja turvaavasti 2015.

⁴⁴⁷ Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Eläkevarojen pitää kestää läpivalaisu verokeitaissa 2016.

luvirtojen hinnoittelua, jonka tulisi olla samanlainen kuin riippumattomien osapuoltenkin kesken. Valtiovarainministeriö oli EK:n mielipiteestä sitä mieltä, että Suomi voi kuitenkin valita laajasta valikosta ne toimenpiteet, joita se ottaa omiin verosopimuksiinsa.⁴⁴⁸

5.2.3 Kiinteistösijoittamisen näkymät

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain väliaikaisesta muuttamisesta (1353/2014) astui voimaan 1.1.2015. Lailla muutettiin väliaikaisesti (voimassa 1.1.2015-31.12.2017) työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain 5 a §:ää koskien asunto-osakeyhtiön luotonottoa siten, että laki sallii vuokra-asuntojen rakennuttamisen velkarahalla siten, ettei vieraan pääoman määrä ylitä 50 %:a taseen loppusummasta. Hallituksen esityksessä eduskunnalle laiksi työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain väliaikaisesta muuttamisesta (HE 202/2014) tavoitteena oli vuokra-asuntotuotannon kasvattaminen. Lisäksi hallituksen esityksessä katsottiin, että vieraan pääoman käyttö mahdollistaa omanpääoman tuoton kasvun, kun vieraan pääoman kustannukset ovat alhaisemmat kuin siitä saatava lisätuotto. Näin oman pääomapanoksen määrä jää pienemmäksi ja eläkelaitoksille jää pääomaa käytettäväksi kiinteistösijoitustoiminnassa muihin kohteisiin.⁴⁴⁹

Suomalaiset työeläkelaitokset ovat tehneetkin sopimuksia satojen uusien asuntojen rakentamisesta. Esimerkiksi Rakennusliike SRV ja Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen ilmoittivat maaliskuussa 2016 toteuttavansa 500 asunto pääkaupunkiseudulle ja kaikkiaan noin 1000 asuntoa, jos väliaikaiseksi säädettyä lakia vuonna 2019 jatketaan⁴⁵⁰.

Eläkelaitokset ovat lähiaikoina osoittaneet kiinnostusta muihinkin kiinteistö- ja infrastruktuurihankkeisiin johtuen heilahteluista osakesijoitusmarkkinoilla⁴⁵¹. Sijoittajilta kerättäviin varoihin viittasi myös Rakli Ry, joka edustaa Suomessa koko rakennetun ympäristön omistajia, heidän edustajiaan ja käyttäjäorganisaatioita⁴⁵². Rakli Ry on pohtinut kuinka yksityinen raha voisi korvata valtion budjettirahan puutetta, kun uusiin infrainvestointeihin ei ole varattu rahaa tuleville vuosille⁴⁵³. Rakennusteollisuus on myös esittänyt uudenlaisen rahaston perustamista valtion ja kuntien infrastruktuurihankkeiden rahoittamismuodoksi. Siinä oman pääoman sijoit-

⁴⁴⁸ Yle. Talous. EU ja OECD haluavat pistää suuryritysten verokikkailun kuriin - EK näkee suunnitelmassa ongelmia 2016.

⁴⁴⁹ HE 202/2014, 3.

⁴⁵⁰ Yle uutiset. SRV ja Ilmarinen sopivat satojen asuntojen rakentamisesta pääkaupunkiseudulle 2016.

⁴⁵¹ Helsingin Sanomat. Talous. Vuosi alkoi levottomasti 2016.

⁴⁵² Rakli. Tietoa Raklista 2016.

⁴⁵³ Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Yksityinen raha korvaisi budjettirahan puutetta 2015.

taisivat valtio ja työeläkevakuutusyhtiöt ja lisäksi rahasto hankkisi vierasta pääomaa. Rakenusteollisuus on katsonut, että tällaisella järjestelyllä voitaisiin saada muutaman vuoden aikana jopa 1,5 miljardin euron hankkeet liikkeelle.⁴⁵⁴

6 Johtopäätökset ja yhteenveto

Suomalaisesta nykyajan työeläkejärjestelmästä on nyt noin 50 vuoden kokemus. Nyt sitä tutkineena uskaltanee sanoa, etteivät varat nyt aivan heti ole loppumassa. Huonoina aikoina suuret varat herättävät intohimoisia keskusteluja toisaalta siitä, riittävätkö varat todella nyt ja tulevaisuudessa tai joudummeko käyttämään kansallisvarallisuuttamme liikaa juuri tämän talouslaman pelastamiseen. ”Eläkevarat riittävät pelkästään eläkkeisiin” totesi Telan johtava ekonomisti Reijo Vanne viime syksyn Helsingin Sanomien vieraskynä kolumnissaan⁴⁵⁵. Huonoja aikoja on ollut ennenkin ja niitä tulee jatkossakin.

On todella tärkeää, että eläkevarat ovat turvassa suhdannevaikutuksilta, suuriltakin, ja meiltä *ahneilta* ihmisiltä. Professori Keith Ambachtsheer, Rotman School of Management, University of Torontosta Eläketurvakeskukselle tekemässään arviossa muutama vuosi sitten oli sitä mieltä, että ”Suomen eläkejärjestelmä rahoitetaan 75-prosenttisesti jakojärjestelmästä, se on jo suuresti riippuvainen Suomen talouden tilasta. Tämän vuoksi puskurina toimivat varat tulisi hajauttamismielessä sijoittaa kokonaan ulkomaille”⁴⁵⁶. Jos eläkevaroilla halutaan elvyttää, edellytyksenä on oltava, että elvytykseen käytetyille varoille tulee saada sama vähimmäistuotto kuin mitä niistä saataisiin muutoinkin sijoitettaessa, Suomeen tai ulkomaille. Eläkevaroilla elvyttämisen tulee kohdistua vain sellaisiin kohteisiin ja yrityksiin, joilla on muutenkin eväitä pärjätä globaalissa maailmassa.

Viimeisen vuoden aikana on julkisessa sanassa käyty keskustelua siitä, että työeläkelaitosten eläkevarojen sijoitusten tuotot ovat laskeneet ja että pitkän aikavälin 3,5 %:n tuottotason on ylittänyt onnistuneesti vain kuntien eläkevakuuttaja Keva, jolta edellä mainittua tuottotasoa ei edes julkisen sektorin edustajana vaadita, koska julkisella puolella vajetta voidaan kompensoida viime kädessä verovaroin.⁴⁵⁷ Viime syksynä Työeläkevakuutusyhtiö Ilmarinen peloteli sijoituskuplasta, koska pitkään jatkunut deflaatio jähmettää taloutta. Lehistä on saatu lisäksi lukea, että Eläkelaitosten vakavaraisuus on heikentynyt eikä tuottoisia kohteita enää tahdo löytyä, ei ainakaan ilman korkeaa riskiä. Liian suurella riskillä suomalaisilla eläkevaroilla ei voi pelata, kiitos tiukan lainsäädännön jolla eläkevarojemme sijoittamista säädelään.

⁴⁵⁴ Helsingin Sanomat. Talous. Liikennehankkeille puuhataan rahastoa 2015.

⁴⁵⁵ Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Työeläkevarat riittävät pelkästään eläkkeisiin 2015.

⁴⁵⁶ Eläketurvakeskus. Suomen eläkejärjestelmä: Instituutiorakenne ja hallinto. Suomen eläkejärjestelmän arvio/osa 2 2013, 17.

⁴⁵⁷ Helsingin Sanomat. Talous. Eläkevarojen hoito vaikeutui 2016.

Toisaalta on myös kuulunut sitä, että juuri tiukka sääntely estää korkeampien tuottojen saamisen.

Eläkevaroja sijoittavilla yrityksillä ja niiden sijoitusammattilaisilla voi jatkossa olla aina vain haasteellisempaa löytää hyviä sijoituskohteita hyvällä tuotolla, pienellä riskillä ja eettisesti oikeanlaisista kohteista. Jos Euroopan taloudellinen hiljaiselo jatkuu pitkään, Yhdysvalloissa ei toteudukaan kunnon elpymistä jo lähes kymmenen vuotta sitten tapahtuneesta pankkikriisistä, Kiina sakkaa, Venäjä ei toivu, eikä luottamus enää palaa, Etelä-Amerikan suuret maat taantuvat syvään lamaan ja Afrikan uusista sijoituskohdemaista, kuten Nigeriasta, ei tulekaan seuraavaa ”Kiinaa”, mihin ja kuinka kauan eläkevaroja enää voidaan nykylainsäädännön edellytyksin saada sijoitettua? Lisäksi sellaiset suuret eläkesijoittajamaat, kuten Norja, jolla sijoitustuottojen lisäksi tavoitteena on eettisyys, voivat jatkossa edelleen rajoittaa suomalaistenkin eläkevarojen sijoittamiskohteita, koska halusimme tai emme, meidän on seurattava muiden jalanjalkia, tässäkin asiassa.

Eläkejärjestelmän tarkoituksena on alunalkaen ollut olla turva työkyvyttömyyden ja vanhuuden varalle ja estää siten köyhyyttä. Mitä enenevässä määrin tämä ehto on saatu täytettyä, varsinkin niiden sukupolvien osalta, joiden eläkekertymä syntyy tai on syntynyt kokonaan työeläkejärjestelmän aikakauden aikana. Se ei kuitenkaan tarkoita sitä, että suomalaisessa yhteiskunnassa ei olisi edelleen köyhyyttä. Jos olet ollut köyhä työelämäsi aikana, olet sitä luultavasti myös eläkeikäisenä. Tulevien vuosikymmenten aikana tämä tilanne voi kärjistyä erityisesti pätkätyöttömien, työttömien, yhden henkilön yritysten yksityisyrityksien pieniksi jäävien eläkekertymien johdosta.

Työeläkevakuutusmaksu on koostunut ensin työnantajan ja myöhemmin myös työntekijän maksamista maksuosuuksista. Aiemmin työnantajien katsottiin olevan velvollisia järjestämään eläketurvaa vuosisataisen julkisoikeudellisen elatusvelvollisuuden periaatteen näkökulmasta. Tänä päivänä noin 24 %:n eläkemaksuosuudesta työnantajien osuus keskimäärin 18 %. Loput maksaa työntekijä. Jos työntekijän maksuosuus jatkossa kasvaisi merkittävästi, voisiko silloin ajatella, että myös heidän valta niihin niiden sijoittamisvaiheessa kasvaisi?

Nykyinen eläkejärjestelmä ei ole tätä opinnäytetyötä kirjoittaessa vielä astunut voimaan. Onneksi (tässäkin) uudistuksessa on huomioitu se, ettei 1.1.2017 voimaan tuleva järjestely ole kovin pitkäaikainen. Jo vuodesta 2025 alkaen, alle 10 vuoden kuluttua, järjestelmä alkaa valvoa itseään ja eläkejärjestelmän kestävyyttä ja rajoja mitataan. Voidaankin sanoa, että suomalainen eläkejärjestelmä elää aina ajassa ja aikansa.

Lähteet

Kirjallisuuslähteet

D'Ambrogio-Ola B. 2013. Suomen työeläkejärjestelmän maksujen määräytyminen. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 126-150.

Elo H. 2011. Löydä helmet -vältä kuplat! Tie tuottavaan osakesijoittamiseen. 8. uudistettu painos. Kajaani: KS Paino Oy.

Elo H. 2015. Tuoton arvoitus ratkeaa. Löydä helmet -vältä kuplat! Osa 2. Kuopio: Grano Oy.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 18. Teoksessa viitataan teokseen Jutikkala E. 1958, Suomen talonpojan historia. Helsinki: Suomen historiallinen seura, 53, teokseen Charpentier A. 1896. Om sytning. Helsingfors, 5-60 ja teokseen Koskikallio O. 1927. Maatalouskiinteistöjen eläkerasituksista Pirkkalan ja Ruoveden tuomiokunnissa vuosina 1800-1913. Helsinki: Suomen maataloustieteellinen seura, 7-11.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 20. Teoksessa viitataan teokseen Jutikkala E. 1958. Suomen talonpojan historia. Helsinki: Suomen historiallinen seura, 325 ja teokseen Waris E. 1999. Yksissä leivissä. Ruokolahtelainen perhelaitos ja yhteisöllinen toiminta 1750-1850. Helsinki: Suomalaisen Kirjallisuuden seura, 111-113.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 22-23. Teoksessa viitataan teokseen Piirainen V. 1958. Kylänkierrolta kunnalliskotiin. Savon ja Pohjois-Karjalan maaseudun vaivashoitotoiminta vaivashoidon murros-kautena 1800-luvun jälkipuoliskolla. Helsinki: Suomen Historiallinen Seura, 34-37, teokseen Pulma P. 1985. Fattigvård i frihetstidens Finland. En undersökning om förhållandet mellan centralmakt och lokalsamhälle. Helsinki: Suomen Historiallinen Seura, 66-91 ja 202-208, teokseen Pulma P. 1994. Vaivaisten valtakunta, 25-35, teoksessa Jaakkola J., Pulma P., Satka M. ja Urponen K. 1994. Armeliaisuus, yhteisöapu, sosiaaliturva. Suomalaisten sosiaalisen turvan historia. Helsinki: Sosiaaliturvan Keskusliitto, 15-70, ja teokseen Karisto A., Takala P. & Haapola I 1989 [1988]. Elintaso, elämäntapa, sosiaalipolitiikka - suomalaisen yhteiskunnan muutoksesta. Porvoo: WSOY, 126-136.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 25. Teoksessa viitataan teokseen Rytkölä O. 1948. Valtion vakinaisten virkamiesten palkkaus- ja eläkeoikeus. Helsinki: Suomalainen lakimiesyhdistys, 48-49.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 26. Teoksessa viitataan teoksiin Widén S. 1988. Suomen siviilivirkakunnan leski- ja orpokassa 1826-1926, 33-41, 97-112, Änkeomsorg i ståndssamhället försörjnings- och understödsformer för prästänkor i Åbo stift 1723-1807. Åbo: Åbo Akademis förlag, ja teokseen Widén S. 1990. Änkekassa och samhällsklass sociala strukturovandlingar inom tre änke- och pupillkassors delägarkårer i det svenska riket 1741-1783. Åbo: Åbo Akademis förlag, 169-193.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 26. Teoksessa viitataan teokseen Riihinen O., Henttilä K. ja Roos J-P. 1975. Rautatieläisten liiton historia 1. Vaikeat vuosikymmenet. Kehitys vuoteen 1930, 22, 24, 56-57, teoksessa Riihinen O. 1975. Holhuunalaisuudesta järjestäytymiseen. Helsinki: Weilin & Göös, 78.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 29-30. Teoksessa viitataan teokseen Hennock E.P. 2007. The Origin of the Welfare State in England and Germany, 1850-1914. Social Policies

Compared. Cambridge: Cambridge University Press, 143-165, teokseen Hjelt. A. 1892. Ruotsin ja Suomen käsityöläisten ammattisäännöt vuodelta 1720, 13, käännökset Hjelt, Kuusi E. 1931, 120-121. Sosiaalipolitiikka 1_11. Porvoo: WSOY, teokseen Jaakkola J. 1985. Tampellan työväen avustuskassa toiminta Tampereella 1860-1985. 125 vuotta työväen omatoimista turvallisuutta. Tampere: Tampellan Tampereen tehtaitten sairauskassa, 14-16 ja teokseen Markkola P. 1994. Työläiskodin synty. Tamperelaiset työläisperheet ja yhteiskunnallinen kysymys 1870-luvulta 1910-luvulle. Helsinki: Suomen Historiallinen Seura, 16-22.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 31. Teoksessa viitataan teoksiin Hjelt. A. 1892 (KM 1891:10a) ja Hjelt. A. 1893. Työväen vakuutus- ja apukassoista Suomessa. Esitelmää kansantaloudellisessa yhdistyksessä. Porvoo, 225-227 ja teokseen Jaakkola J. 1993. Kun valtio ei auttanut - työväen keskinäinen apu Suomessa, 41. Teoksessa Haapala P. (toim.) Hyvinvointivaltio ja historian oikut. Tampere, Työväen historian ja perinteen tutkimuksen seura, 25-26.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 34. Teoksessa viitataan teokseen Jaakkola J. 1985. Tampellan työväen avustuskassa toiminta Tampereella 1860-1985. 125 vuotta työväen omatoimista turvallisuutta. Tampere: Tampellan Tampereen tehtaitten sairauskassa, 120-128 ja Jaakkola 1993. Kun valtio ei auttanut - työväen keskinäinen apu Suomessa, 41-44, 55. Teoksessa Haapala P. (toim.) Hyvinvointivaltio ja historian oikut. Tampere, Työväen historian ja perinteen tutkimuksen seura, 25-26.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 35. Teoksessa viitataan teokseen Laaksovirta S. 1979. Työväensuojelulainsäädäntö Suomessa ennen vuotta 1890, erityisesti säätyvaltiopäiväkaudella 1863-1888. Suomen ja Skandinavian historian julkaisematon pro gradu-tutkielma. Helsingin yliopisto, 74-77.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 45-46. Teoksessa viitataan teokseen Niemelä H. 1988. Suomen kokonaiseläkejärjestelmän muotoutuminen. Helsinki: Kansaneläkelaitos, 47, teokseen Haatanen P. 1992. Elämän varjopuolelle joutuneiden parissa. Sosiaaliministeriö 1917-1939. Teoksessa Haatanen P. & Suonenoja K 1992. Suurruhtinaskunnasta hyvinvointivaltioon. Sosiaali- ja terveysministeriö 75 vuotta. Helsinki: Sosiaali- ja terveysministeriö/VAPK-kustannus, 176-179 ja teokseen Hellsten K. 1993. Vaivaishoidosta hyvinvointivaltion kriisiin. Hyvinvointivaltion kehitys ja sosiaaliturvajärjestelmän muodostuminen Suomessa. Helsingin yliopiston sosiaalipolitiikan laitoksen tutkimuksia 2, 216-218.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 59. Teoksessa viitataan teokseen Länsiö E. 1944. ”Kansaneläkelakia koskevat muutokset”. Sosiaalinen aikakauskirja (5-6), 119-132.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 70 -71. Teoksessa viitataan teokseen Keinänen E. 1944. Vakuutusosakeyhtiö Varma 1919 -1944, Helsinki, 9-17 ja teokseen Keinänen E 1949. Jälleenvakuutusosakeyhtiö Varma 1919-1949, Helsinki, 7-15.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 74. Teoksessa viitataan teokseen Ahtokari R. 1988. Tuntematon vaikuttaja. Työeläkejärjestelmän isä Toivo Pentikäinen. Porvoo: WSOY, 232.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalojen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 78. Teoksessa viitataan Suomen Henkivakuutusyhtiöiden Yhdistys Fil. tri Teivo Pentikäiselle 16.12.1957, Teivo Pentikäisen arkisto, TE 01, KA.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 392. Teoksessa viitataan ”Tilastotietoa kustannustenjaosta”, ETK, verkkolähde.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 397. Teoksessa viitataan Perusteryhmä 22.5.1962, 7, kansio Laskuperustemalli 1962, EKT ja Jukka Rantala 31.12.2002: Selvitysmiehen raportti työeläkelaitosten kilpailusta, Rantala/ETK; Jukka Rantalan kommentti 18.3.2011; Työntekijän eläkelaki 19.5.2006, 171 § vanhuuseläkevastuiden täydentäminen (8.12.2006); Rantala 2011, 169-171.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 399. Teoksessa viitataan sopimukseen sosiaalisista ja eräistä muista järjestelyistä (SAK-STK, 19.3.1974).

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 404. Teoksessa viitataan teokseen Lassila J., Valkonen T. 2011. Työeläkkeiden indeksointi, elinaikakorjaus ja väestön ikääntyminen. Helsinki: Eläketurvakeskus, 56-57.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 405. Teoksessa viitataan Takaisinlainaustyöryhmän muistioon, valtiovarainministeriö 42/1988; KM 1991:44, 83-87; Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan kehittäminen 1996, 25-26.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 406.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 418. Teoksessa viitataan Takaisinlainaustyöryhmän muistio, valtiovarainministeriö 42/1988, 9, 31-40.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 426. Teoksessa viitataan Sorsa 2010. Sorsa V-P. Pension Fund Capitalism in Europe: Institutional Organisation and Governance of Finnish Pension Insurance Companies. Väitöskirja. School of Geography and the Environment, University of Oxford, verkkojulkaisu.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 433. Teoksessa viitataan päätökseen, joka oli OECD:n ja Eurostatin asiantuntijoiden näkemyksen mukainen ja perustui silloin uudistettavana olevaan SNA:n ja EU:ssa voimassa olleeseen ESA 79:ään. Päätös on vahvistettu ESA95:n mukaiseksi Eurostatissa 1990-luvun lopulla. Muistio ”Päätös työeläkelaitosten luokittelusta institutionaalisessa sektoriluokituksessa” (31.3.1993), TK-40-679-93, Tilastokeskus (muistio ja sitä taustoittavat kommentit on saatu Tilastokeskuksen kehittämisspäällikkö Eeva Hamuselta 12.9.2011); Reijo Vanteen (TELA) kommentti 24.8.2011.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 434. Teoksessa viitataan sopimukseen periaatteista, joilla työeläkevakuutus- ja työttömyysturvamaksujen muutoksia suhdannevaihteluissa tasataan sekä kannanotto yrityskohtaisten sopeutumiskeinojen lisäämiseksi (17.11.1997), saatu Kaija Kalliselä (SAK) 18.4.2011; ”Muistio periaatteista, joilla tasataan suhdannevaihtelujen aiheuttamaa työeläkemaksun heilahtelua” (22.9.1997) sekä muistio ”Työeläkejärjestelmä ja EMU-puskurit” (16.9.1997), kansio Työmarkkinaneuvottelutyöryhmä, pöytäkirjat 10.10.1996-17.12.1997, Kari Puron aineisto, ELKA.

Hannikainen M. & Vauhkonen J. 2012. Ansioiden mukaan. Yksityisalujen työeläkkeiden historia. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy, 445. Teoksessa viitataan STM:n tiedotteeseen 125/2010 (20.4.2010), verkkolähde.

Helle M., Kallinen K., Kuuskoski E., Rantala J., Salomaa M., Sukselainen T., Tanskanen A., Alila A., 2011. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 4/2011. Työurat pidemmiksi - työeläkejärjestelmän kehittämisvaihtoehtojen tarkastelua. Työurien pidentämistä selvittävän työryhmän raportti.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 20? Teoksessa viitataan teokseen Pulkkinen T. 1969. Eläketurva ja toimeentulo. Porvoo: WSOY, 4. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 21. Teoksessa viitataan teokseen Takki T. 1970. Keiden henkilöiden välillä vallitsee voimassa olevan oikeutemme mukaan sukulaisuuteen perusturva perheoikeudellinen elatusvelvollisuus? Lakimies; 68, 901-902 sekä vert. myös teokseen Piirainen V. 1958. Kyläkierrolta kunnalliskotiin. Helsinki: Suomen Historiallinen seura, Historiallisia tutkimuksia XLIX, 28-29. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 21. Teoksessa viitataan teokseen Pulkkinen T. 1969. Eläketurva ja toimeentulo. Porvoo: WSOY, 4. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 21. Teoksessa viitataan teokseen Pitkänen K. 1992. Perhe vai yhteisö? Vanhustenhuollosta entisinä aikoina. Vanhustyö, 1. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 21. Teoksessa viitataan teokseen Hellsten K. 1993. Vaivaishoidosta hyvinvointivaltion kriisiin. Hyvinvointivaltion kehitys ja sosiaaliturvajärjestelmän muodostuminen Suomessa. Helsingin yliopiston sosiaalipolitiikan laitoksen tutkimuksia 2, 139 ja teokseen Huhtanen R. 1994. Julkinen elatus, 50. Julkaisussa: Missä jääkaappi täyttyy? Yksityisen ja julkisen elätyksen ongelmia. Oikeuden nainen - naisen oikeus - projektin julkaisu. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja 42. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 22. Teoksessa viitataan teokseen Böök E. 1948. Suomen huolto-oikeus. Porvoo: Sosiaalipoliittisen yhdistyksen julkaisuja, 53-57 ja teokseen Ikkala AK. 1957. Huoltoapulaki selvietyksin. Porvoo: Suomen lakimiesyhdistyksen julkaisuja B:81, 87-89. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 24. Teoksessa viitataan teokseen Jaakkola K. 1991. Yhteisöavusta vapaaehtoistyöhön. Julkaisussa Matthies A-L. (toim.). Valtion varjossa. Helsinki: Sosiaaliturvan Keskusliitto, 21 ja teokseen Jaakkola J. 1993. Suomen avustuskassojen historia kansainvälisessä vertailussa, 10. Vakuutuskassojen yhdistys. Vakka (2), 6-13. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hellsten, K. 2008. Miten turvataan niiden toimeentulo, joiden kädessä kynä hidastuu ja kirves herpoaa, 28-30 viitataan teokseen Hellsten K. 1993. Vaivaishoidosta hyvinvointivaltion kriisiin. Hyvinvointivaltion kehitys ja sosiaaliturvajärjestelmän muodostuminen Suomessa. Helsingin yliopiston sosiaalipolitiikan laitoksen tutkimuksia 2, 166, teokseen Niemelä H. 1988. Suomen kokonaiseläkejärjestelmän muotoutuminen. Helsinki: Kansaneläkelaitoksen julkaisuja, 30, teokseen Kangas O. 2006. Poliitikka ja sosiaaliturva Suomessa. Julkaisussa Paavonen T. ja Kangas O. Eduskunta hyvinvointivaltion rakentajana, Helsinki Edita, 254 ja teokseen Pulkkinen T.

1969. Eläketurva ja toimeentulo. Porvoo: WSOY, 69. Teoksessa Hagfors R., Hellsten K. ja Sakslin M. (toim.) 2008. Suomen kansan eläke. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 18-59.

Hilli P. & Pennanen T. 2011. Teoksessa Johansson J-E., Lassila J., Niemelä H. (toim.) 2011. Eläkevalta Suomessa. Helsinki: Unigrafia Oy, 76-85.

Jaakkola J. 1994. Sosiaalisen kysymyksen yhteiskunta, 151-152, 153-158. Teoksessa Jaakkola J., Panu P., Satka M. ja Urponen K. 1994. Armeliaisuus, yhteisöapu, sosiaaliturva. Suomalaisen sosiaalisen turvan historia. Helsinki: Sosiaaliturvan keskusliitto, 71-161.

Junttila S., Kantola R., Parmanne P., Laatusen L., Merenheimo P. Piekka R. Puro K. ja Pitkänen P. 1996. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan kehittäminen. Yksityisalojen työeläkkeitä käsitelleen neuvotteluryhmän selvitys.

Karisto A., Takala P., Haapoja I. 1988. Elintaso, elämäntapa, sosiaalipolitiikka - suomalaisen yhteiskunnan muutoksesta. Porvoo: WSOY, 126-136.

Koivusalo L., Kammonen H., Lämsä S. 2004. Työeläke. Sulkava: Finnreklama Oy, 14. uudistettu painos.

Korpiluoma R., Grönlund H., Herrlin O., Kekäläinen J., Kouvonen K., Levander M., Lilius S., Mustonen P., Määttä M., Perälähtö-Virkkala A., Takanen M., Tuomikoski J. 2011. Työeläke. Porvoo: Bookwell Oy.

Lakikokoelma 2013. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö. Porvoo: Bookwell Oy.

Lassila J. 2013. Sukupolvet ja eläkepolitiikka. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 231-248.

Lauriala J. 2004. Pääomasijoittaminen. Helsinki: Edita Prima Oy.

Leinonen J. 1970. Työeläkejärjestelmän sijoituksista, Työeläke 4/1970.

Lindqvist H. 2002. Ruotsin historia. Juva: WS Bookwell Oy.

Louekoski M. 1997. Työeläketurva suomalaisen yhteiskunnan osana - miten tähän on tultu ja miten tästä eteenpäin, 624. Teoksessa Varoma O. (toim.) 1997. Eläkepolitiikka 2000-luvulle. Helsinki: Eläketurvakeskus/Työeläkelaitosten Liitto, 608-649.

Luhtanen R & Korhonen S (toim.) 2013. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö. Edita. Helsinki.

Lähteenmäki M. 2003. Koteja vanhuksille. Ikäihmisten asuminen ja hoiva hyvinvointiyhteiskunnan haasteena. Helsinki: Vanhus- ja lähimmäispalvelun liitto, 27.

Markkola P. 1994. Työläiskodin synty. Tamperelaiset työläisperheet ja yhteiskunnallinen kysymys 1870-luvulta 1910-luvulle. Helsinki: Suomen Historiallinen Seura, 17, 20.

Myrsky M. 2013. Suomen veropolitiikka. Liettua: BALTO print.

Määttänen N. 2013. Vapaaehtoiset eläkevakuutukset. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 72-81.

Niemelä J. 2003. Ruotujako laitos - osa maataloutta. Teoksessa Rasila V., Jutikkala E. & Mäkelä-Alitalo A. (toim.) 2003. Suomen maatalouden historia 1. Perinteisen maatalouden aika esihistoriasta 1870-luvulle. Helsinki: Suomalaisen Kirjallisuuden seura, 369.

Nordenstreng S. 1926. Suomen siviilivirkakunnan leski- ja orpokassa 1826-1926, 1-3. Teoksessa Blomster P. 2004. Kunnallisen eläketurvan historia. Kuntien eläkevakuutus 1964-2004, Helsinki: Kuntien eläkevakuutus, 6-11.

Pentikäinen T. 1997. Muisteluja ja kommentteja työeläkejärjestelmästä, 62. Teoksessa Eläkepolitiikka 2000-luvulle. Varoma P. (toim.) 1997. Juva: WSOY-Kirjapainoyksikkö, 8-161.

Perttula S. Kunnallinen eläkejärjestelmä rahastointiin. Työeläke 1/1987, 34.

Pulma P. 1994. Vaivaisten valtakunta. I Keskiajan perintö. Teoksessa Jaakkola J., Pulma P., Satka M. ja Urponen K. 1994. Armeliaisuus, yhteisöapu, sosiaaliturva. Suomalaisten sosiaalisen turvan historia. Helsinki: Sosiaaliturvan Keskusliitto, 15, 25-35 ja 47.

Rahikainen M. 2001. ”Naiset näkyvät Suomessa tekemään mitä vain”. Teoksessa Rahikainen M. ja Räisänen T. (toim.) 2001. ”Työllä ei oo kukkaan rikastunna.” Naisten töitä ja toimeentulokeinoja 1800- ja 1900-luvulla. Helsinki: Suomen Kirjallisuuden Seura, 23.

Rantala J. & Kivisaari E. 2014. Vakuutusoppi. Turenki: Kirjapaino Jaarli Oy, 12. uudistettu painos.

Riihinen O. 1997. Kerjuulta kolmanteen ikään. Eläkepolitiikan kehitys erityisesti oikeudenmukaisuuden näkökulmasta, 394-405. Teoksessa Varoma O. (toim.) 1997. Eläkepolitiikka 2000-luvulle. Helsinki: Eläketurvakeskus/Työeläkelaitosten Liitto, 392-439.

Sailas R & Tuukkanen J. 1997. Työeläkejärjestelmä ja finanssitavaratalot, 578. Teoksessa Varoma O. (toim.) 1997. Eläkepolitiikka 2000-luvulle. Helsinki: Eläketurvakeskus/Työeläkelaitosten Liitto, 572-587.

Skinnari J. 1997. Työeläkejärjestelmä ja finanssitavaratalot, 558-559. Teoksessa Varoma O. (toim.) 1997. Eläkepolitiikka 2000-luvulle. Helsinki: Eläketurvakeskus/Työeläkelaitosten Liitto, 534-571.

Sorsa V-P. 2011. Työeläkejärjestelmä ja finanssioitumisen haasteet. Teoksessa Johansson J-E., Lassila J., Niemelä H. (toim.) 2011. Eläkevalta Suomessa. Helsinki: Unigrafia Oy, 106-107.

Tenhunen S. & Vaittinen R. 2013. Johdanto. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 9-18.

Tenhunen S. 2013. Eläkejärjestelmien tavoitteet ja ominaisuudet. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 43-71.

Tuomikoski J. 2013. Eläkelaitosten vastuunkantokyky. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 151-178.

Vaittinen R. & Tenhunen S. 2013. Eläkkeet eilen ja tänään - nykyisen eläkejärjestelmän muotoutuminen Suomessa. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 84-102.

Valkonen T. 1992. Eläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta, Työeläke 3/1992.

Vatanen K. 2013. Eläkevarojen sijoittaminen ja riskienhallinta. Teoksessa Tenhunen S. & Vaittinen S. (toim.) 2013. Eläketalous. Jyväskylä: Bookwell Oy, 179-206.

Waris E. 2003. Suurperhe - työorganisaatio ja perheen liitto. Teoksessa Rasila V., Jutikkala E. & Mäkelä-Alitalo A. (toim.) 2003. Suomen maatalouden historia 1. Perinteisen maatalouden aika esihistoriasta 1870-luvulle. Helsinki: Suomalaisen Kirjallisuuden seura, 493-503.

Sähköiset lähteet

Capman. Sijoituskohteiden kartoittaminen. Viitattu 12.2.2016.

<http://www.capman.fi/capman-konserni/capmanista/konserni-tietoa-paaomasijoitusalaista>

Capman. Sijoituksen tekeminen. Viitattu 16.2.2016.

<http://www.capman.fi/capman-konserni/capmanista/konserni-tietoa-paaomasijoitusalaista>

Castrén & Snellman. Palvelut. Viitattu 11.2.2016.

<http://www.castren.fi/fi-FI/palvelut/>

Eduskunta. Eduskunnan kirjasto. Eduskunta tarttuu toimeen. Kompromissi. Viitattu 24.9.2015.

<https://www.eduskunta.fi/FI/tietoaeduskunnasta/kirjasto/aineistot/yhteiskunta/historia/Eduskunta-toteuttaa-tyoelakkeen1961-tietopaketti/Sivut/Eduskunta-tarttuu-toimeen.aspx>

Eduskunta. Eduskunnan kirjasto. Eläketurva ennen uudistusta. Viitattu 24.9.2015.

<https://www.eduskunta.fi/FI/tietoaeduskunnasta/kirjasto/aineistot/yhteiskunta/historia/Eduskunta-toteuttaa-tyoelakkeen1961-tietopaketti/Sivut/Eläketurva-ennen-uudistusta.aspx>

Eduskunta. Eduskunnan täysistunto 20.11.2015. Pöytäkirjan asiakohta PTK 68 2015 vp. Viitattu 14.12.2015.

https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/PoytakirjaAsiakohta/Sivut/PTK_68+2015+11.aspx

Eläketurvakeskus. Elinkaarisäästäminen ja sijoitusriskit eri eläkejärjestelmissä 2010. Viitattu 26.2.2016.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2139_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tutkimusjulkaisut/keskusteluallotteet/elinkaarisaastaminen_ja_sijoitusriskit_eri_elakejarjestelmissa_7.pdf

Valtiontalouden tarkastusviraston erilliskertomus eduskunnalle: Finanssipolitiikan valvonnan raportti 2015. Viitattu 17.3.2016.

https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/mietinto/Sivut/TrVM_6+2015.aspx

Eläketurvakeskus. Eläkekassat 2013. Viitattu 9.9.2015.

<http://www.etk.fi/fi/service/el%C3%A4kekassat/291/el%C3%A4kekassat>

Eläketurvakeskus. Eläkesäätiöt 2013. Viitattu 9.9.2015.

<http://www.etk.fi/fi/service/el%C3%A4kes%C3%A4ti%C3%B6t/292/el%C3%A4kes%C3%A4ti%C3%B6t>

Eläketurvakeskus. Indeksialoitteen perustelut eivät kestä läpivalaisua 19.2.2016. Viitattu 15.3.2016.

http://www.etk.fi/fi/service/etusivu/304/arkisto?contentPath=fi/kolumnit_uusi/19022016_indeksialoitteen_perustelut_eivat_kest%C3%A4_l%C3%A4pivalaisua&date=19.02.2016&tab=colums

Eläketurvakeskus. Julkisten alojen eläkelaitokset 2015. Viitattu 25.9.2015.

http://www.etk.fi/fi/service/julkisten_alojen_el%C3%A4kelaitokset/293

Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2013. Eläketurvakeskuksen tilastoraportteja 04/2014. Heidi Nyman ja Marja Kiviniemi. Viitattu 27.4.2015.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tilastojulkaisut/tilastoraportit/katsaus_eläketurvaan_vuonna_2013_7.pdf

Eläketurvakeskus. Katsaus eläketurvaan vuonna 2014. Eläketurvakeskuksen tilastoraportteja 04/2015. Heidi Nyman ja Marja Kiviniemi. Viitattu 6.10.2015.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tilastojulkaisut/tilastoraportit/katsaus_eläketurvaan_vuonna_2014_7.pdf

Eläketurvakeskus. Keskimääräiset eläkkeet vuosina 2000-2014. Viitattu 3.9.2015.

http://www.etk.fi/fi/service/keskim%C3%A4%C3%A4r%C3%A4iset_el%C3%A4kkeet/262/keskim%C3%A4%C3%A4r%C3%A4iset_el%C3%A4kkeet

Eläketurvakeskus. Muistio. Eläkkeiden indeksointi ansiotason kasvun perusteella 2.3.2016. Viitattu 14.3.2016.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_521_248_2830_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/sis%C3%A4lt%C3%B6sivut/el%C3%A4kej%C3%A4rjestelm%C3%A4t/suomi/el%C3%A4ke_etuudet/el%C3%A4kkeiden_indeksointi/el%C3%A4kkeiden_indeksointi_ansiotason_kasvun_perusteella_03022016.pdf

Eläketurvakeskus. Lakisääteiset eläkkeet -pitkän aikavälin laskelmat 2013 raportti 4/2013. Viitattu 16.3.2016.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tutkimusjulkaisut/raportit/lakisäateiset_eläkkeet_pitkan_aikavalin_laskelmat_2013_7.pdf

Eläketurvakeskus. Ruotsin eläkejärjestelmä (2014). Viitattu 16.3.2016.

<http://www.etk.fi/fi/service/ruotsi/514/ruotsi>

Eläketurvakeskus. Suomen eläkejärjestelmän sopeutuminen eliniän pitenemiseen 2013. Viitattu 4.3.2016.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tutkimusjulkaisut/erillisjulkaisut/suomen_eläkejärjestelmän_sopeutuminen_elinajan_kasvuun_7.pdf

Eläketurvakeskus. Suomen työeläkkeensaajat 2014. Viitattu 6.10.2015.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tilastojulkaisut/tilastovuosikirjat/suomen_työeläkkeensaajat_2014_7.pdf

Eläketurvakeskus. Suomen eläkejärjestelmä: Instituutiorakenne ja hallinto. Suomen eläkejärjestelmän arvio / osa 2. Viitattu 5.11.2015.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tutkimusjulkaisut/erillisjulkaisut/suomen_eläkejärjestelmä_instituutiorakenne_ja_hallinto_7.pdf

Eläketurvakeskus. TyEL-maksutason määräytymiseen liittyvä prosessi 2015. Viitattu 17.3.2016.

http://www.etk.fi/fi/service/tyel-maksutason_m%C3%A4%C3%A4r%C3%A4ytymisprosessi/397/tyel-maksutason_m%C3%A4%C3%A4r%C3%A4ytymisprosessi

Eläketurvakeskus. Työnantajien järjestämä kollektiivinen lisäeläketurva 2014. Viitattu 8.9.2015.

http://www.etk.fi/fi/service/ty%C3%B6nantajien_j%C3%A4rjest%C3%A4m%C3%A4/266/ty%C3%B6nantajien_j%C3%A4rjest%C3%A4m%C3%A4

Eläketurvakeskus. Työeläkkeiden kustannusten jako. Eläketurvakeskuksen käsikirjoja 2010:1. Viitattu 10.11.2015.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/k%C3%A4sikirjat/työeläkkeiden_kustannusten_jako_7.pdf

Eläketurvakeskus. Työeläkejärjestelmän puolueeton asiantuntija. Viitattu 8.2.2016.

http://www.etk.fi/fi/service/etk_lyhyesti/441/etk_lyhyesti

Eläketurvakeskus. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta 2014. Viitattu 20.11.2015.

<http://www.etk.fi/fi/service/sijoitustoiminta/286/sijoitustoiminta>

Eläketurvakeskus. Työeläke- ja kansaneläkelainsäädännössä tapahtuneita keskeisimpiä muutoksia vuosina 1956-2004. Viitattu 12.5.2015.

http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_573_300_2882_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/liitteet/elakejarjestelma_muutok- sessa/el%C3%A4kej%C3%A4rjestelm%C3%A4n_muutokset_2005_asti.pdf

Eläkeuudistus.fi. Eläkeuudistuksen sisältöehdotus valmistunut 2014. Viitattu 14.8.2015.

<http://www.eläkeuudistus.fi/ajankohtaista/eläkeuudistuksen-sisaltoehdotus-valmistu- nut.html>

Eläkeuudistus.fi. Sopimus vuoden 2017 työeläkeuudistuksesta 26.9.2014. Viitattu 5.11.2015.

http://www.eläkeuudistus.fi/media/linkkitiedostot/elakesopimus-2017_allekirjoitettu-ver- sio.pdf

ESMA (European Securities and Markets Authority). Viitattu 6.11.2015.

<https://www.esma.europa.eu/>

Etera. Vuoden 2014 työeläkemaksut on vahvistettu. Viitattu 14.3.2016.

<http://www.etera.fi/tiedotteet/Pages/Ty%C3%B6el%C3%A4kemaksut-vuonna-2014.aspx>

Etla. Eläkevalta Suomessa 2011. Viitattu 12.5.2015.

<https://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/B250.pdf>

Eurokolikot. Euromaat / Eurokolikot. Viitattu 16.11.2015.

<http://www.sopot.fi/Eurosarjat-1c-2e-irtokolikoina>

European Commission, Press release Database. Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, lehdistötie- dote nro 104/09. Luxemburgissa 30.11.2009. Viitattu 11.11.2015.

http://europa.eu/rapid/press-release_CJE-09-104_fi.htm

Finanssivalvonta. Riskienvalvonta. LtV määrittely. Muistio Palmroos P. 11.5.2012. Viitattu 16.2.2016.

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Valvottavatiedotteet/Documents/Valvottava- tiedote_28_2012_liite_LtV_muistio.pdf

Finanssivalvonta. Pankki- ja vakuutussektorien vakavaraisuus 2015. Viitattu 9.11.2015.

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Analyysit_tutkimukset/Docu- ments/Pankki_ja_vakuutussektorien_vakavaraisuus_1_2015.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Analyysit_tutkimukset/Documents/Pankki_ja_vakuutussektorien_vakavaraisuus_1_2015.pdf)

Finanssivalvonta. Ohje. VG Vakuutuslaitosten sijoitukset 2011. Viitattu 29.2.2016.

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Docu- ments/20141216_VG_ohje%2031.12.2014.pdf

Finnish global explorers club:in lista maailman maista. Viitattu 16.11.2015.

<http://www.elisanet.fi/huikari/matkasivut/maalista.htm>

Helsingin yliopisto. Sale and leaseback -järjestelyn ongelmakohtia 2005. Prof. Tepora J. Viitattu 16.2.2016.

https://www.google.fi/url?sa=t&rc=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwinLYDUHvzKAhUDXiWKhRfYD6oQFggaMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hel- sinki.fi%2Ffoikeustiede%2Foppiaineet%2Fesineoikeus%2Fmateriaali%2FSale%2520and%2520lea- seback%2520%25E2%2580%2593jarjestelyn%2520ongelmakohtia%25202005.ppt&usg=AFQjC- NECKTtXPQxf69iRoKtV4aD_tFcQCg

Henkivakuutusosakeyhtiö Retro. Vakautta henkivakuuttamiseen. Viitattu 9.9.2015.

<http://anvia.retro.fi/fi/yritys/historia/>

Isännöinnin käsikirja 2015. Tuotokuvaus. Viitattu 5.2.2016.

<https://www.rakennustietokauppa.fi/isannoinnin-kasikirja-2015/111648/dp>

Kansalaisaloite. Työeläkeindeksin palauttaminen palkkatasoindeksiksi 24.9.2015. Viitattu 14.3.2016.

<https://www.kansalaisaloite.fi/fi/aloite/1591>

Kela, Historia, viitattu 27.8.2015.

<http://www.kela.fi/historia>

Kela, Kelan tärkeät vuosiluvut, viitattu 11.5.2015.

<http://www.kela.fi/historia>

Keva. Eläkkeet 2015. Viitattu 9.9.2015.

<https://www.keva.fi/fi/elakkeet/Sivut/Default.aspx>

Keva. Kunnallinen eläkelaki. Viitattu 8.9.2015.

https://www.keva.fi/fi/elakkeet/elakelait/kunnallinen_elakelaki/Sivut/Default.aspx

Keva. Tietoa meistä 2015. Viitattu 30.9.2015

https://www.keva.fi/fi/tietoa_meista/Sivut/Default.aspx

Keva. Kunnallisen eläkelaitoksen historia 2015. Viitattu 25.9.2015.

https://www.keva.fi/fi/tietoa_meista/historia/Sivut/Default.aspx

Mandatum Life. 140 vuotta elämää 2012. Viitattu 9.9.2015.

<https://www.mandatumlife.fi/life-journal/artikkeli/-/article/140-vuotta-elamaa>

Mela. Tietoa Melasta 2014. Viitattu 17.9.2015.

<https://www.mela.fi/fi/tietoa-melasta>

Newsec. Historia. Viitattu 11.2.2016.

<http://www.newsec.fi/newsecista/historia/>

Merimieseläkekassa 2015. Viitattu 17.9.2015.

<http://www.merimieseläkekassa.fi/fi/Sivut/default.aspx>

Odin. Special Report. Kiinteistösijoittaminen 11/2012. Viitattu 1.3.2016.

http://odin.fi/op/content/brochures/fi/Special_Report_ODIN_Kiinteistosijoittaminen.pdf

OECD.org. Members and partners. Viitattu 16.11.2015.

<http://www.oecd.org/about/membersandpartners/#d.en.194378>

Pellervon lehdistöartikkeli. Keskinäinen yhtiö nojaa asiakaslähtöisyyteen. Viitattu 9.9.2015.

<http://www.pellervo.fi/uutiset/keskinaisyys.htm>

PRH. Keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö. Viitattu 17.2.2016.

<https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/useinkysytyt/kiinteistoyhtio.html>

Projektin sisäinen korkokanta ja investoinnin kannattavuuden mittareita. Viitattu 9.3.2016

<http://lipas.uwasa.fi/~mla/orms1030/orms1030k11L10.pdf>

Pwc. Kehittyvä rahastojuridiikka. Hildén P./Borenus & Kemppinen 2007, 8. Viitattu 15.2.2016

http://www.pwc.fi/fi/palvelut/tiedostot/rahastojuridiikka_140307.pdf

Pörssisaatio. Sijoitusrahasto-opas 2012. Viitattu 15.2.2016.

<http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/07/Sijoitusrahasto-opas.pdf>

Rakli. Epäsuora sijoittaminen. Kiinteistöpääomarahastot. Viitattu 8.2.2016.

<http://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/sijoitus-ja-rahoitusmuodot/epasuora-kiinteistosi-jottaminen.html>

Rakli. Suora kiinteistösijoittaminen. Viitattu 8.2.2016.
<http://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/sijoitus-ja-rahoitusmuodot/suora-kiinteistosijoittaminen.html>

Rakli. Tietoa Raklista. Viitattu 7.4.2016
<http://www.rakli.fi/tietoa-raklista/historia.html>

Sosiaali- ja terveysministeriö. Sosiaalimenot ja rahoitus 2014. Viitattu 6.10.2015.
http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:_PmVt2a1kXUJ:stm.fi/talous-ja-toiminta/sosiaalimenot-ja-rahoitus+&cd=2&hl=fi&ct=clnk&gl=us

Sosiaali- ja terveysministeriö. Vuoden 2015 työeläkemaksut vahvistettu. Viitattu 17.9.2015.
http://stm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/vuoden-2015-tyoelakemaksut-vahvistettu

Suomi.fi. Kansalaisen palvelut yhdestä osoitteesta. Kansaneläke ja takuueläke 2015. Viitattu 25.8.2015.
http://www.suomi.fi/suomifi/suomi/palvelut_aiheittain/tyo_ja_elakkeet/elakkeet/kansanelake_ja_takuuelake/index.html

Suomen Pankki. Finanssikriisin vaikutuksista Suomen talouteen 2011. Viitattu 9.3.2016.
<http://www.suomenpankki.fi/pdf/167911.pdf>

Suomen Pankin keskustelualoitteita 24/96. Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta. Viitattu 5.11.2015.
http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/tutkimukset/keskustelualoitteet/Documents/DP_24_1996.pdf

Taloussanomat. Taloussanakirja. Suljettu sijoitusrahasto. Viitattu 15.2.2016.
<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/termi/Suljettu%20sijoitusrahasto>

Tela. Eläkerahastoja käytetään koko ajan eläkkeiden maksuun 12.01.2016. Viitattu 15.3.2016.
http://www.tela.fi/medialle/asiantuntija_artikkelit/1/0/elakerahastoja_kayetaan_koko_ajan_elakkeiden_maksuun

Tela. Erilaiset työeläkevakuuttajat, eläkesäätiöt/eläkekassat 2014. Viitattu 17.9.2015.
http://www.tela.fi/tyoelakeala/erilaiset_tyoelakevakuuttajat#elakekassat

Tela. Erilaiset työeläkevakuuttajat. Eläkevakuutusyhtiöt 2014. Viitattu 17.9.2015.
http://www.tela.fi/tyoelakeala/erilaiset_tyoelakevakuuttajat#elakevakuutusyhtiot

Tela. Kansainvälistä vertailua eläkevaroista 2014. Viitattu 24.2.2016.
http://www.tela.fi/tyoelaketalous/kansainvalista_vertailua

Tela. Keskituoton laskenta. Viitattu 29.2.2016 ja 29.3.2016
http://www.tela.fi/tyoelaketalous/sijoitustilastot_ja_analyysit/keskituoton_laskenta

Tela. Kysymyksiä ja vastauksia työeläkejärjestelmän EMU-puskurista 2016. Viitattu 17.3.2016.
<http://www.tela.fi/emupuskuri>

Tela. Mihin varoja sijoitetaan 2016? Viitattu 19.1.2016.
http://www.tela.fi/suomeen_sijoittaminen#minka_verran_on_sijoitettu_kotimaahan_ja_ulkomaille

Tela. Minkä verran on sijoitettu kotimaahan ja ulkomaille 2016? Viitattu 23.3.2015, 6.11.2015 ja 19.1.2016.
http://www.tela.fi/suomeen_sijoittaminen#minka_verran_on_sijoitettu_kotimaahan_ja_ulkomaille

Tela. Miten sijoitusten maantieteellinen jakauma on muuttunut viime vuosina 2016? Viitattu 19.1.2016.

http://www.tela.fi/suomeen_sijoittaminen#minka_verran_on_sijoitettu_kotimaahan_ja_ulkomaille

Tela. Sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhteisöt. Viitattu 16.9.2015 ja 19.11.2015.

http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/16620_Sijoituskanta_alueittain_pitka_aikasarja_uudet_varit.pdf

Tela. Sijoituskanta alueittain (2005-2015), kaikki jäsenyhtiöt. Viitattu 18.11.2015.

http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/16620_Sijoituskanta_alueittain_pitka_aikasarja_uudet_varit.pdf

Tela. Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2014 lopussa. Viitattu 8.2.2016

http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/18100_Sijoitusvarojen_maara_kohdentuminen_ja_tuotot_vuoden_2014_lopussa_netiti.pdf

Tela. Tela-blogin arkisto. Vastuullista sijoittamista tuottavasti ja turvaavasti 2015. Viitattu 18.3.2016.

http://www.tela.fi/medialle/tela_blogi/arkisto/1/0/vastuullista_sijoittamista_tuottavasti_ja_turvaavasti

Tela. Telan sijoitusten raportointiryhmän ohje työeläkeyhteisöille tuotto-riskitaulukon laaditaan. Viitattu 19.1.2016.

[Telan sijoitusten raportointiryhmän ohje työeläkeyhteisöille ...](#)

Tela. Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2014. Työeläke lehti 3:2015. Viitattu 6.10.2015.

http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/18514_Tilinpaaotosliite_3_2015_Liite.pdf

Tela. Työeläkevakuuttajien vastuut ja vakavaraisuus. Viitattu 17.9.2015.

http://www.tela.fi/tyoelaketalous/vastuut_ja_vakavaraisuus

Tela. Vastuullinen sijoittaminen - tavoitteena parempi tuoton ja riskin suhde 2014. Viitattu 9.11.2015.

http://www.tela.fi/medialle/uutiskirje/arkisto/1/0/vastuullinen_sijoittaminen_tavoitteena_parempi_tuoton_ja_riskin_suhde

Tela. Yksityisten ja julkisten alojen työeläkevarat 1997-2014, prosenttia BKT:sta. Viitattu 14.3.2016.

http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/18145_Tyoelakevarojen_aikasarjakuvia_1997-2014_paivitys_maaliskuu_2015.pdf

Tilastokeskus 1993. Päätös työeläkelaitosten luokittelusta institutionaalisessa sektoriluokituksessa 31.3.1993. Viitattu 3.2.2016

https://tilastokeskus.fi/static/media/uploads/meta/luokitukset/tel_luokituspaatos_1993.pdf

Tilastokeskus 2010. Muistio päätöksestä Valtion eläkerahaston sektoriluokituksesta 15.3.2010. Viitattu 3.2.2016.

https://www.stat.fi/static/media/uploads/meta/luokitukset/ver_sektoriluokitus.pdf

Tilastokeskus. Rahoitusvaade. Luokista määritelmiin. AF5123 Muut osakkeet. Viitattu 20.11.2015.

<http://www.stat.fi/meta/luokitukset/rahoitusvaade/101-1995/af5123.html>

Tilastokeskus. Tilastot. Kansantalouden kirjanpito 2014. Bruttokansantuote supistui 0,1 % viime vuonna. Viitattu 6.10.2015.

http://www.stat.fi/til/vtp/2014/vtp_2014_2015-03-02_tie_001.fi.html

Tulli. EU-, Eta-, Efta- ja Schengen-maat 2014. Viitattu 16.11.2015.
http://www.tulli.fi/fi/suomen_tulli/tulli_tutuksi/termit_selviksi/EU_Eta_Efta_Schengen/

Valtion Eläkerahasto 2015. Viitattu 30.9.2015.
<http://www.ver.fi/fi-FI>

Valtion Eläkerahasto. Päätehtävä 2015. Viitattu 30.9.2015.
http://www.ver.fi/fi-FI/VER_toimijana/Paatehtava

Valtion Eläkerahasto. VER sijoittajana-> avainluvut 2015. Viitattu 30.9.2015.
http://www.ver.fi/fi-FI/VER_sijoittajana/Avainluvut

Valtiovarainministeriö. Komission kirje valtiovarainministeri Stubbille 9.3.2016. Viitattu 17.3.2016.
<http://vm.fi/documents/10623/1985149/Komission+kirje+ministeri+Stubbille+9.3.2016/bf255634-ff1d-4245-ba52-b9bc4da46bdf>

Varma. Sanasto. Osaketuottosidonnainen lisävuokutusvastuu 2014. Viitattu 26.10.2015.
<http://vuosikertomus.varma.fi/2014/sanasto/>

Varma. Varman tilinpäätös 2014. Viitattu 12.5.2015 ja 24.2.2016.
<https://www.varma.fi/globalassets/maat-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/tilinpaatos-2014-kalvot.pdf>

Varma. Toimintakertomus 2014. Sijoitustoiminta. Viitattu 26.1.2016.
<http://vuosikertomus.varma.fi/2014/tilinpaatos/toimintakertomus-vuodelta-2014/sijoitustoiminta/>

Vero. Osinkotulojen verotus 2014. 4 Yhteisöt. Viitattu 14.1.2016.
https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osinkotulojen_verotus%2834928%29#Yhteist44

Vero. Työnantaja maksaa työntekijän puolesta tämän pakollisen eläkevakuutusmaksun 2013. Viitattu 17.3.2016.
https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Verohallinnon_kannanottoja/Työnantaja_maksaa_työntekijän_puolesta_t%2829180%29

Veronmaksajat. Vapaaehtoinen eläkevakuutus 2015. Viitattu 8.9.2015.
<http://www.veronmaksajat.fi/sijoittaminen/vapaaehtoinen-elakevakuutus/>

Verotuksen perusteet V Eri yritysmuotojen verotus (osakeyhtiö), osinkoverotus 2015. Aalto Yliopisto, Apulaiprof. Tomi Viitala. Viitattu 14.1.2016.
https://www.google.fi/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahU-KEwj2io6_aJKAhXMFiwKHf-wDJoQFggfMAE&url=https%3A%2F%2Fmycour-ses.aalto.fi%2Fmod%2Fresources%2Fview.php%3Fid%3D46510&usg=AFQjCNG_2X1J0bzjjRvAioqtpZ6FI2v7Qw&cad=rja

WWF. Sijoittajat havahtuneet hiiliriskien myös Suomessa 2015. Viitattu 18.3.2016.
<http://wwf.fi/wwf-suomi/viestinta/uutiset-ja-tiedotteet/Sijoittajat-havahtuneet-hiiliriskien-myyös-Suomessa-2604.a>

Yleisnimitys varainhallinnan palveluita tarjoavista yrityksistä, Suomessa esim. OP Asset Management ja Aberdeen Asset Management. Viitattu 7.4.2016.
<https://www.pohjola.fi/pohjola/private-customers/asset-management?id=316000&kieli=koodi=en> ja <http://www.aberdeen-asset.fi/finland/>

Yle. Teksti tv. Dollarin kurssi 23.2.2016. Viitattu 24.2.2016.
http://www.yle.fi/tekstiv/txt/P173_02.html

Yle uutiset. Talous. SRV ja Ilmarinen sopivat satojen asuntojen rakentamisesta pääkaupunkiseudulle 16.3.2016. Viitattu 18.3.2016.

http://yle.fi/uutiset/srv_ja_ilmarinen_sopivat_satojen_asuntojen_rakentamisesta_paakau-punkiseudulle/8747685

Yritys-Suomi. Eläkeyhtiölainat osana yrityksen rahoitussuunnittelua. Viitattu 3.9.2015.

<http://www.talousapu.fi/elakevakuutusyhtioiden-takaisinlainaus>

Yle. Talous. EU ja OECD haluavat pistää suuryritysten verokikkailun kuriin - EK näkee suunnitelmissa ongelmia 2016. Viitattu 21.3.2016

http://yle.fi/uutiset/eu_ja_oecd_haluavat_pistaa_suuryritysten_verokikkailun_kuriin_ek_nakee_suunnitelmissa_ongelmia/8757403

Säädökset ja muut virallislähteet

Edustaja Kokkolan ym. lakialoite n:o 150/2.2.1961 vp.

HE 26/1936 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle kansanvakuutuslaiksi.

HE 120/1994 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle maakaareksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 241/1996 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle eläkelaitosten vakavaraisuussäännösten uudistamisesta.

HE 255/1996 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi työeläkevakuutusyhtiöistä ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 221/2002 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain, eläkesäätiölain ja vakuutuskassalain muuttamisesta.

HE 77/2006 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle eläkelaitosten toimintapääomaa ja vastuuvέλkaa koskevien säännösten muuttamiseksi.

HE 79/2006 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvέλan kattamisesta sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 9/2012 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle eläkelaitosten vakavaraisuutta koskevien säännösten muuttamiseksi.

HE 279/2014 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 16/2015 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle työeläkejärjestelmää koskevan lainsäädännön muuttamiseksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 202/2014 vp. Hallituksen esityksessä eduskunnalle laiksi työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain väliaikaisesta muuttamisesta.

KM (työeläkerahastotoimikunnan mietintö) 1991:44, 22-23, 83-87.

vp (valtiopäivät) 9.12.1955, 1850-1851.

vp (valtiopäivät) 1955; EV-HE 55/1954; Eläkesäätiölaki 469/1955, 4 §.

Artikkelit

Helsingin Sanomat. Talous. Norjan öljyrahasto lähtee taistoon konnayhtiöitä vastaan. Toimittaja Teemu Luukka. 14.5.2015.

Helsingin Sanomat. Talous. Ulkomaalaiset haalivat kiinteistöjä Suomesta. Toimittaja Juhani Saarinen. 19.5.2015.

Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Työeläkevarat riittävät pelkästään eläkkeisiin. Työeläkeva-kuuttajat Telan johtava ekonomisti Reijo Vanne. 4.11.2015.

Helsingin Sanomat. Talous. Liikennehankkeille puuhataan rahastoa. Toimittaja Marja Salmela. 5.12.2015.

Helsingin Sanomat. Talous. Vuosi alkoi levottomasti. Toimittaja Juha-Pekka Raeste. 6.1.2016.

Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Yksityinen raha korvasi budjettirahan puutetta. Rakli ry:n johtaja Mikko Nousiainen. 7.12.2015.

Helsingin Sanomat. Talous. Eläkevarojen hoito vaikeutui. Toimittaja Tuomo Pietiläinen. 20.2.2016.

Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Eläkevarojen pitää kestää läpivalaisu verokeitaissa. Valtion eläkerahaston toimitusjohtaja Timo Viherkenttä. 5.3.2016.

Helsingin Sanomat. Vieraskynä. Taitettu Indeksi suojaa yhteisiä eläkevarojamme. Eläkevakuutusyhtiö Ilmarisen johtaja Jaakko Kiander. 12.3.2016.

Liitteet

Liite 1. Työeläkkeiden osuus maksettavista lakisääteisistä eläkkeistä vuonna 2014.	100
Liite 2. Vuonna 2014 Valtion Eläkerahastosta siirretyt varat Valtion talousarvioon.	101
Liite 3. OECD-, ETA-, EU- ja EURO-, ja MUUT maat	102
Liite 4. Vuoden 2014 lopussa sijoitusvarallisuuden jako alueittain ja lajeittain.	104
Liite 5. Vastuuvelan kattaminen vuonna 2014, kaikki työeläkelaitokset.	105

Liite 1. Työeläkkeiden osuus maksettavista lakisääteisistä eläkkeistä vuonna 2014.

Vuosi 2014

28,1 mrd€ eläkemenot 66,1 mrd€ sosiaalimenot (arvio) 204 mrd€ bruttokansantuote

27,5 mrd€ lakisääteisiä eläkkeitä 41,6 % sotemenoista 13,5 % brt:sta
0,6 mrd€ muita vapaaehtoisia eläkkeitä
 28,1 mrd€ yhteensä

24,4 mrd€ työeläkkeitä	36,9 % sotemenoista	12,0 % brt:sta	89 % maksettavista lakisääteisistä eläkkeistä
2,6 mrd€ kansaneläkettä	3,9 % sotemenosta	1,3 % brt:sta	9 % maksettavista lakisääteisistä eläkkeistä
0,5 mrd€ SOLITA eläkkeitä	0,8 % sotemenosta	0,2 % brt:sta	2 % maksettavista lakisääteisistä eläkkeistä
27,5 mrd€ yhteensä	41,6 % sotemenosta	13,5 % brt:sta	100,0 % yhteensä

Sosiaalimenoista noin 41,6 % muodostuu lakisääteisistä eläkkeistä (julkinen ja yksityinen).

Työeläkkeiden määrä on noin 89 % kaikista maksettavista lakisääteisistä eläkkeistä (julkinen ja yksityinen sektori)

Sosiaalimenoista noin 36,9 % muodostuu maksettavista työeläkkeiden määrästä

Liite 2. Vuonna 2014 Valtion Eläkerahastosta siirretyt varat Valtion talousarvioon⁴⁵⁸.

Vuonna 2014 Valtion Eläkerahastosta siirrettiin varoja valtion talousarvioon yhteensä 1 728 miljoonaa euroa, joka on 49,9 miljoonaa euroa enemmän kuin vuotta aikaisemmin.

m€ = miljoonaa euroa

2013		2014	
1 678,1	m€	1 728,0	m€ 40 % siirretty valtion talousarvioon
2 517,2	m€	2 592,0	m€ 60 % Rahastoon sijoitettaviksi jäävät varat
4 195,3	m€	4 320,0	m€ 100 %

⁴⁵⁸ Valtion Eläkerahasto. Päätehtävä.

Liite 3. OECD-, ETA-, EU- ja EURO-, ja MUUT maat

OECD maat ⁴⁵⁹	ETA maat (ml. EU-maat) ⁴⁶⁰	EURO-maat ⁴⁶¹
Australia	-	
Austria	Austria	Austria
Belgium	Belgium	Belgium
-	Bulgaria	-
-	Cyprus	Cyprus
-	Croatia	-
Canada	-	
Chile	-	
Czech Republic	Czech Republic	-
Denmark	Denmark	-
Estonia	Estonia	Estonia
Finland	Finland	Finland
France	France	France
Germany	Germany	Germany
Greece	Greece	Greece
Hungary	Hungary	-
Iceland	Iceland (ETA)	-
Ireland	Irland	Irland
Israël	-	
Italy	Italy	Italy
Japan	-	
Korea	-	
-	Latvia	Latvia
-	Lithuania	Lithuania
-	Malta	Malta
-	Liechtenstein (ETA)	-
Luxembourg	Luxembourg	Luxembourg
Mexico	-	
-	-	Monaco, Andorra,
Sanmarino		
Netherlands	Netherland	Netherland
New Zealand	-	
Norway	Norway (ETA)	-
Poland	Poland	-
Portugal	Portugal	Portugal
-	Romania	-
Slovak Republic	Slovak Republic	Slovak Republic
Slovenia	Slovenia	Slovenia
Spain	Spain	Spain
Sweden	Sweden	
Switzerland	-	-
Turkey	-	-
United Kingdom	United Kingdom	-
United States	-	

⁴⁵⁹ OECD.org. Members and partners 2015.

⁴⁶⁰ Tulli. EU-, Eta-, Efta- ja Schengen-maat 2014.

⁴⁶¹ Eurokolikot. Euromaat / Eurokolikot.

MUUT (ei täysin tyhjentävä lista)⁴⁶²

Eurooppa;

Venäjä, Moldova, Ukraina, Valko-Venäjä, Bosnia ja Herzegovenia, Montenegro, Serbia, Monaco

Aasia;

Intia, Kiina, Afghanistan, Armenia, Azerbaidzan, Bangladesh, Bhutan, Brunei, Filippiinit, Georgia, Hainanin saari, Hongkong, Indonesia, Irian Jaya, Kalimantan (Indonesian Borneo), Kambodza, Kashmir, Kazakstan, Pohjois Korea, Kirgistan, Laos, Macao, Malesia, Molukit, Mongolia, Myanmar (Burma), Nepal, Pakistan, Sabah, Sarawak, Sikkim, Singapore, Sri Lanka, Sundasaaret (Bali), Sulawesi, Sumatra, Tadžikistan, Thaimaa, Taiwan, Tiibet, Turkmenistan, Uzbekistan, Vietnam

Väli-Amerikka;

Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panama, Karibianmeri, Anguilla, Antigua ja Barbuda, Aruba, Bahamasaaret, Barbados, Caymansaaret, Dominica, Dominikaaninen tasavalta, Grenada, Guadeloupe, Haiti, Jamaika, Kuuba, Leewardsaaret (Saint Martin Saint Barthelemy), Leewardsaaret (Sint Maarten, Saba, Sint Eustatius), Martinique, Montserrat, Alankomaiden antillit (Curacao, Bonaire), Puerto Rico, San Andres ja Providencias, Saint Kitts ja Nevis, Saint Lucia, Trinidad ja Tobago, Turks- ja Caicossaaret, Saint Vincent, Brittiläiset neitsytsaaret (Tortola, Anegada, Virgin Gorda), Yhdysvaltain neitsytsaaret (St. Croix, St. John, St Thomas)

Etelä-Amerikka;

Argentiina, Bolivia, Brasilia, Ecuador, Guyana, Ranskan Guayana, Kolumbia, Paraguay, Peru, Suriname, Uruguay, Venezuela

Afrikka;

Algeria, Angola, Benin, Botswana, Burkina Faso, Burundi, Djibouti, Egypti, Eritrea, Etelä-Afrikka, Etiopia, Gabon, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Kamerun, Kenia, Keski-Afrikan tasavalta, Brazzavillen Kongo, Kinshasan Kongo (Zaire), Lesotho, Liberia, Libya, Länsi-Sahara, Malawi, Mali, Mauritania, Marokko (Ceuta, Melilla), Marokko, Mosambik, Namibia, Niger, Nigeria, Norsunluurannikko, Päiväntasaajan Guinea, Ruanda, Sambia, Sansibar, Sao Tome ja Principe, Senegal, Sierra Leone, Somalia, Sudan, Swazimaa, Tansania, Togo, Tsad, Tunisia, Uganda, Zimbabve

Lähi-itä;

Abu Dhabi, Ajman, Bahrain, Dubai, Fujaira, Iran, Irak, Jordania, Kuwait, Libanon, Oman, Palestiina, Qatar, Ras Al Khaima, Saudi-Arabia, Sharja, Syyria, Umm Al Qaiwain, Jemen (Sana), Jemen (Aden)

sekä Atlantin valtameri, Intian valtameri, Tyynimeri, Antarktis, ym valtiot.

⁴⁶² Finnish global explorers club:in lista maailman maista.

Liite 4. Vuoden 2014 lopussa sijoitusvarallisuuden jako alueittain ja lajeittain.

Vuoden 2014 lopussa koko työeläkejärjestelmän sijoitusvarallisuus oli noin 173 mrd€.

Sijoitukset 2014	Joukko- velkakirjat	Osakkeet ml. hedgefund- ja pääomasijoit. ja korkorah.	Yhteensä	Muut sijoitukset	Kiinteistöt	Kaikki Yhteensä	Kaikki Sijoitukset alueittain	Kaikki Sijoitukset lajittain	
Yhteensä	59 mrd€	84 mrd€	143 mrd€	20 mrd€	10 mrd€	173 mrd€	%	173 mrd€	%
-sijoitettu Euroalueen ulkopuolelle ¹	26 mrd€	56 mrd€	82 mrd€	3 mrd€	1 mrd€	85 mrd€	49 %	Joukkovelkak.	34 %
-sijoitettu muulle Euroalueelle	26 mrd€	12 mrd€	38 mrd€	5 mrd€	1 mrd€	43 mrd€	25 %	Osakkeet	49 %
-sijoitettu Suomeen	7 mrd€	16 mrd€	23 mrd€	13 mrd€	9 mrd€	45 mrd€	26 %	Muut	17 %
Yhteensä	59 mrd€	84 mrd€	143 mrd€	20 mrd€	10 mrd€	173 mrd€	100 %		100 %

¹ Esim. Yhdysvallat, Iso-Britannia, Ruotsi, Japani.

Muut sijoitukset ja kiinteistöt alueellisen ja lajittaisen jaon perusteella Eläketurvakeskuksen tietojen pohjalta.

463

⁴⁶³ Tela. Minkä verran on sijoitettu kotimaahan ja ulkomaille 2015 ja sijoituskanta alueittain vuodesta 2000 alkaen (2000-2014), kaikki jäsenyhteisöt, 7-10.

Liite 5. Vastuuvelan kattaminen vuonna 2014, kaikki työeläkelaitokset.

Vuonna 2014 kaikkien työeläkelaitosten vastuuvelan suuruus oli yhteensä noin 91,2 mrd€

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta
(1114/2006) 3 luvun 13-18 §:t

(13 §)	20 % sijoituksista voi sijaita ETA- ja OECD-valtioiden ulkopuolella koskien sijoituksia mm. metalleihin ja energiaan	18 mrd€
(14 §)	20 % sijoituksista voi kohdistua muihin kuin €-määräisiin sijoituksiin	18 mrd€
(15 §)	15 % sijoituksista voi kohdistua joukkovelkakirjalainoihin, osakkeisiin, osuuksiin	14 mrd€
(16-17 §:t)	10 % kiinteistöihin	9 mrd€
(18 §)	10 % velkasitoumuksiin	9 mrd€
Yht.	75% (vastuuvelka muodostuu rahastoidusta osuudesta, sekä tasauseläkkeestä muodostuvasta tasausvastuusta)	68 mrd€